



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku vybranými metodami  
Company Valuation by Selected Methods

Student: Bc. Adriana Jatiová  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2012

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Adriana Jatiová**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Ocenění podniku vybranými metodami**  
**Company Valuation by Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Přístupy a metody oceňování podniku
3. Finanční analýza firmy a návrh finančního plánu
4. Aplikace vybraných metod pro ocenění
5. Zhodnocení výsledků
6. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Answath. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 696 s. ISBN 978-0-471-75121-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-8692968-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

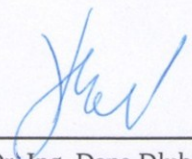
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.  
Přílohy č. 1 a č. 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě 27. dubna 2012

.....  
Bc. Adriana Jatiová

## OBSAH

<b>1</b>	<b>ÚVOD.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>PŘÍSTUPY A METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>6</b>
2.1	Definice podniku .....	6
2.2	Hodnota podniku .....	6
2.3	Kategorie hodnoty .....	6
2.3.1	Tržní hodnota .....	7
2.3.2	Subjektivní hodnota .....	7
2.3.3	Objektivizovaná hodnota .....	7
2.3.4	Kolínská škola.....	8
2.4	Důvody pro ocenění podniku .....	8
2.5	Postup při ocenění podniku .....	8
2.5.1	Sběr vstupních dat.....	8
2.5.2	Strategická analýza .....	9
2.5.2.1	<i>Analýza makroprostředí .....</i>	<i>9</i>
2.5.2.2	<i>Analýza mikroprostředí .....</i>	<i>9</i>
2.5.3	Finanční analýza .....	10
2.5.3.1	<i>Analýza poměrových ukazatelů .....</i>	<i>10</i>
2.5.4	Sestavení finančního plánu .....	14
2.6	Náklady kapitálu .....	14
2.6.1	Náklady na celkový kapitál.....	14
2.6.2	Náklady na vlastní kapitál.....	15
2.6.3	Náklady na cizí kapitál .....	18
2.7	Metody ocenění .....	18
2.7.1	Výnosové metody .....	19
2.7.1.1	<i>Metoda diskontovaných peněžních toků .....</i>	<i>19</i>
2.7.1.2	<i>Metoda kapitalizovaných zisků.....</i>	<i>23</i>
2.7.2	Majetkové metody .....	24
2.7.3	Komparativní metody .....	25
2.7.4	Kombinované metody .....	25
<b>3</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA FIRMY A NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU.....</b>	<b>26</b>
3.1	Základní údaje o společnosti .....	26
3.1.1	Předmět podnikání .....	27
3.2	Strategická analýza.....	28
3.2.1	Analýza makroprostředí.....	28
3.2.2	Analýza mikroprostředí .....	31

3.3	Finanční analýza.....	33
3.3.1	Analýza poměrových ukazatelů.....	33
3.4	Návrh dlouhodobého finančního plánu.....	38
3.4.1	Odhad tržeb pomocí regresního modelu.....	39
3.4.2	Návrh dlouhodobého finančního plánu výkazu zisků a ztráty podle scénáře PWC .....	44
3.4.3	Dlouhodobý finanční plán rozvahy podle scénáře PWC .....	49
3.4.4	Srovnání finančních plánů podle scénářů vybraných institucí.....	55
<b>4</b>	<b>APLIKACE VYBRANÝCH METOD PRO OCENĚNÍ .....</b>	<b>60</b>
4.1	Výpočet nákladů kapitálu.....	60
4.2	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF – Equity .....	62
4.3	Analýza citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle DCF - Equity.....	66
4.3.1	Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu v prognózu HDP .....	66
4.3.2	Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu počtu stavebních povolení.....	68
4.4	Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků.....	69
4.4.1	Paušální metoda .....	69
4.4.2	Analytická metoda .....	71
4.5	Analýza citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle analytické metody .....	75
4.5.1	Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu v prognóze HDP.....	75
4.5.2	Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu počtu stavebních povolení.....	76
<b>5</b>	<b>ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ.....</b>	<b>78</b>
<b>6</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>81</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>83</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK.....</b>	<b>85</b>
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	
	<b>PŘÍLOHY</b>	

# 1 ÚVOD

Oceňování podniku se používá v rámci finančního řízení pro zjištění tržní hodnoty podniku pro vlastníky i pro vlastníky a věřitele. Potřeba oceňovat podniky se v České republice objevila na počátku 90. let v souvislosti s transformací podniků a s transformací vlastnických vztahů. Podniky v České republice reagují na zvyšující se konkurenci a otevírání nových trhů, což se dotýká oblasti oceňování podniků.

Stanovení hodnotu podniku je manažerský nástroj řízení představující významné kritérium při taktickém řízení, ale i také při dlouhodobých strategických rozhodnutích podniku.

Cílem diplomové práce bude ocenění podniku na úrovni vlastního kapitálu k 1. 1. 2011. K ocenění podniku budou využity výnosové metody, mezi které patří metoda diskontovaných peněžních toků DCF – Equity a metody kapitalizovaných zisků v analytické a paušální verzi.

Diplomová práce bude rozdělena do čtyř hlavních částí.

První část práce bude věnována popisu jednotlivých základních charakteristik. Bude se jednat zejména o popis základních pojmů, o hodnotě podniku a jejich jednotlivých kategoriích. Následně budou popsány důvody pro oceňování podniku a nastíněn postup oceňování.

V druhé části práce bude popsána společnost IMOS Brno, a.s., včetně historie a předmětu podnikání. Po popisu společnosti bude následovat strategická analýza. Finanční analýza bude provedena pomocí poměrových ukazatelů. Finanční plán bude sestaven pro tři verze plánů jednotlivých institucí podle jejich prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu, mezi které budou zařazeny Ministerstvo financí České republiky, Citibank a PWC.

Třetí část práce bude věnována aplikací vybraných metod pro ocenění. Nejdříve budou stanoveny náklady kapitálu, následně budou vypočteny volné peněžní toky pro vlastníky a vypočtena hodnota vlastního kapitálu pro všechny tři verze plánů pomocí vybraných výnosových metod. Nakonec bude provedena analýza citlivosti.

V poslední části práce budou porovnány výsledky ocenění podniku podle jednotlivých verzí plánů.

## 2 PŘÍSTUPY A METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Tato kapitola bude věnována popisem základních pojmů v oblasti oceňování, jako jsou podnik, hodnota podniku a kategorie hodnoty. Dále budou uvedeny důvody oceňování a doporučený postup při oceňování podniku. Kapitola bude vycházet z informací získaných z publikací Dluhošová (2010), Kislingerová (2001), Mařík (2011).

### 2.1 Definice podniku

Pojem podnik bývá v literaturách různě vymezen. Může představovat méně likvidní aktivum, pro které existují málo účinné trhy avšak největší význam má definice uvedená v obchodním zákoníku. „*Podnikem se rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.*“<sup>1</sup>

Definice podniku by měla zachycovat také závazky všeho druhu a mělo by se na podnik dívat z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

### 2.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je závislá na budoucím užitku a je dána očekávanými budoucími příjmy.

Hodnota představuje cenu, na které by se domluvili kupující a prodávající služby nebo zboží. Hodnota znamená odhad pravděpodobné ceny, která by byla zaplacená za službu nebo zboží.

Cena znamená částku za službu nebo zboží, která je požadovaná, nabízená a zaplacená. Cena je všeobecně vnímána jako relativní hodnota, kterou kupující a prodávající za určitých podmínek vnímají zcela odlišně.

### 2.3 Kategorie hodnoty

Přístupy oceňování podniku jsou čtyři základní, mezi které patří tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

---

<sup>1</sup> § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku



### 2.3.1 Tržní hodnota

Definovat tržní hodnotu lze podle mezinárodního oceňovacího standardu následovně: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>2</sup>

Tržní hodnota představuje cenu, které je stanovena na volném a konkurenčním trhu. Oceňování na základě trhu je založena na tom, že majetek musí být srovnatelný.

### 2.3.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní neboli investiční hodnota je vnímána z pohledu konkrétního subjektu především v německé teorii a praxi. Podle mezinárodního oceňovacího standardu je investiční hodnota definována jako „hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“<sup>3</sup> Subjektivní hodnotu si může vzdělaný vlastník nebo zájemce o koupi určit a vypočítat sám.

### 2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovanou hodnotu oproti subjektivní hodnotě je schopen určit pouze profesionál. Objektivizovaná hodnota je založena na uznávaných datech a při výpočtu by měly být dodrženy požadavky a zásady. Mezi zásady patří *udržování substance* (neohrožovat majetkovou podstatu podniku, a proto nevybírat tolik peněžních prostředků), *volný zisk* (část zisku, který lze vybrat a není ohrožena majetková podstata), *nepotřebný majetek* (rozdělení majetku na nezbytný a ostatní, oceňuje se majetek nezbytný), *možnosti změn v podniku* (ocenění podniku se provádí „jak stojí a leží“ právě v momentu ocenění), *metoda* (má být jednoznačná, aby při zopakování ocenění vyšly stejné či podobné výsledky), *management* (na setrvání managementu závisí především výnosová hodnota, objektivizovaná hodnota předpokládá přetrvání managementu), *zdanění* (zohledňují se daně na úrovni vlastníka).

---

<sup>2</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, 2011

<sup>3</sup> MAŘÍK, Miloš a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, 2011

### 2.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a zastává názor, že ocenění závisí na obecných funkcích a ne na jednotlivých podnětech. Mezi základní funkce patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Poradenská funkce poskytuje informace pro kupujícího ohledně maximální a minimální ceny. Rozhodčí funkce se snaží nalézt konečnou hodnotu a zvažuje při tom zájmy účastníků transakce. Funkce argumentační poskytuje argumenty při jednání mezi jednotlivými stranami. Komunikační funkce slouží k zajišťování a předávání informací investorům a bankám. Daňová funkce poskytuje informace pro daňové účely.

## 2.4 Důvody pro ocenění podniku

Důvodem pro ocenění podniku může být prodej či nákup podniku, při fúzích a akvizicích nebo také při vstupu dalších společníků do podniku. Rozlišují se dva důvody při ocenění podniku, a to pokud dochází k vlastnickým změnám nebo nedochází k vlastnickým změnám. K ocenění v případě vlastnických změn se přistupuje tehdy, pokud dojde např. ke koupi či prodeji podniku, při fúzích nebo při rozdělení společnosti. Ocenění v případě, že nedojde k vlastnickým změnám, se použije např. při změnách právní formy podniku nebo v souvislosti se žádostí podniku o získání úvěru.

## 2.5 Postup při ocenění podniku

Postup při ocenění podniku závisí na podmínkách, mezi které se může zařadit důvod pro ocenění podniku, také zvolení metod ocenění nebo také dostupnost dat. Obecný postup při ocenění podniku je následující:

- *sběr vstupních dat,*
- *strategická analýza,*
- *finanční analýza,*
- *sestavení finančního plánu,*
- *metody ocenění.*

### 2.5.1 Sběr vstupních dat

Při ocenění podniku je důležité zvolit správná vstupní data, přičemž nejdůležitější ze vstupních dat se řadí do sedmi skupin. Skupiny jsou následující:

- *základní data o podniku* (název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, management, historie podniku),

- *ekonomická data* (shromáždění účetních výkazů za poslední léta, výročních zpráv, zpráv auditorů),
- *relevantní trh* (definování a vymezení trhu, kde podnik působí, vývoj trhu, segmentace trhu),
- *konkurenční struktura relevantního trhu* (určení hlavních konkurentů, bariéry vstupu do odvětví, možné substituty výrobků podniku),
- *odbyt a marketing* (určení odbytových cen, hlavních produktů, zaměření na reklamu a výzkum a vývoj),
- *výroba a dodavatelé* (informace o výrobě, technologiích, kapacitách a jejich využití, dále informace o dodavatelích),
- *pracovníci* (struktura pracovníků, situace na trhu práce, produktivita práce, personální náklady).

## **2.5.2 Strategická analýza**

Strategická analýza je považována za klíčovou fázi oceňovacího procesu, jejíž hlavním cílem je určit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším a na vnitřním potenciálu. Strategická analýza se rozlišuje na analýzu makroprostředí a mikroprostředí.

### **2.5.2.1 Analýza makroprostředí**

Makroprostředí má podstatný vliv na výkonnost podniků. Jelikož podniky fungují v určitém makroprostředí, tak celková výkonnost ekonomiky doléhá také na činnosti podniku. Mezi jednotlivé části vnějšího potenciálu patří politické prostředí, technologické prostředí, ekonomické prostředí a sociální prostředí.

Jedno z nejdůležitějších prostředí je ekonomické, které zahrnuje tempo růstu domácího produktu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů a vývoj inflace.

### **2.5.2.2 Analýza mikroprostředí**

Pro ocenění má analýza mikroprostředí významnou roli. Podnik totiž působí v určitém odvětví a je důležité vymezit základní okruhy problémů. První problém se týká identifikací charakteristických znaků daného odvětví a druhým problémem je prognóza vývoje odvětví.

Mezi charakteristické znaky odvětví patří analýza citlivosti odvětví na hospodářský cyklus. Rozlišují se cyklické, neutrální a anticyklické odvětví. *Cyklické odvětví* kopíruje přesně hospodářský cyklus, přičemž se jedná o zboží dlouhodobé spotřeby. Zákazník odloží

spotřebu do doby, než se zlepší finanční situace. *Neutrální odvětví* není ovlivněno hospodářským cyklem. Patří zde zejména nezbytné statky např. výroba potravin, léků. *Anticyklické odvětví* v době, kdy se hospodářský cyklus nachází v období recese, dosahuje nejlepších výsledků.

### **2.5.3 Finanční analýza**

Finanční analýza patří mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení podniku. Její úloha spočívá v tom, že poskytuje informace o finančním zdraví podniku k okamžiku ocenění a co může podnik očekávat v budoucnosti. V souvislosti s oceňováním podniku se finanční analýza stává důležitým východiskem pro posouzení současné hospodářské situace podniku a identifikace rizik, které mohou plynout z jeho fungování v budoucnu. Finanční analýza je také chápána jako zdroj informací o podniku, které odrážejí jeho konkurenceschopnost a úroveň podniku. Jedná se o analýzu údajů získaných z účetních výkazů, které jsou rozvaha, výkaz zisků a ztráty a výkaz cash-flow.

Postup finanční analýzy lze shrnout do následujících kroků:

- prověřit správnost a úplnost vstupních údajů,
- sestavit analýzu základních účetních výkazů,
- spočítat a vyhodnotit poměrové ukazatele,
- zpracovat souhrnné zhodnocení dosažených výsledků.

#### **2.5.3.1 Analýza poměrových ukazatelů**

Analýza poměrových ukazatelů má univerzální použití a je obecně využívána. Je dalším krokem, který následuje po výpočtu vertikální a horizontální analýzy. Základními oblastmi poměrových ukazatelů jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity a ukazatele aktivity.

##### ***Ukazatele finanční stability a zadluženosti***

Finanční stabilita podniku je popisována strukturou zdrojů financování a hodnotí se na základě analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Ukazatele informují o úspěšnosti managementu získat dodatečný zdroj pro financování podniku.

*Ukazatel vlastního kapitálu na aktivech* popisuje dlouhodobou finanční stabilitu a informuje, do jaké míry je podnik schopný krýt svůj majetek z vlastních zdrojů, tzn. jak je podnik finančně samostatný. Při zvyšování tohoto ukazatele se upevňuje jeho finanční stabilita.

Výpočet ukazatele je následující:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \cdot 100 (\%) \quad (2.1)$$

*Majetkový koeficient* se vyskytuje ještě pod jedním názvem a tím je finanční páka. Majetkový koeficient udává, kolik korun aktiv připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Majetkový koeficient se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.2)$$

*Celková zadluženost* vyjadřuje podíl cizího kapitálu, tzn. celkových dluhů k celkovým aktivům. Čím je hodnota celkové zadluženosti vyšší, tím vyšší představuje riziko pro věřitele. Tento ukazatel zajímá dlouhodobé věřitele, mezi které patří například banky. Ukazatel se vyjádří podle následujícího vzorce:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \cdot 100 (\%) \quad (2.3)$$

### ***Ukazatele rentability***

Hlavní kritériem, který hodnotí rentabilitu, je rentabilita vloženého kapitálu. Tato rentabilita je vymezena jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Při výpočtech ukazatelů rentability lze použít různé druhy zisku:

- EBIT (zisk před úhradou úroků a daní),
- EBT (zisk před zdaněním),
- EAT (zisk po zdanění).

EBIT není ovlivněn změnou daňových či úrokových sazeb, proto se používá pro výpočet některých ukazatelů rentability. Ovšem zisk očištění o úroky má lepší vypovídající schopnost výsledku z běžných transakcí.

*Rentabilita aktiv* patří mezi klíčová měřítka rentability, neboť poměruje zisk před úroky a daněmi s aktivy, které jsou investovány do podniku bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou pořizovány. Rentabilita aktiv se vypočte následovně:

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \cdot 100 (\%) \quad (2.4)$$

*Rentabilita vlastního kapitálu* vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Ukazatel rentability vlastního kapitálu je jeden z klíčových ukazatelů, na který je soustředěna pozornost akcionářů, společníků a dalších investorů. Hodnota ROE by měla být vyšší než výnosnost bezrizikových investic. ROE se vypočte dle vzorce:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \cdot 100 (\%) \quad (2.5)$$

*Ukazatel rentability tržeb* vyjadřuje stupeň ziskovosti, tj. množství zisku v korunách na jednu korunu tržeb. Tento ukazatel se používá pro srovnání v čase a mezipodnikové porovnání. Rentabilita tržeb vychází z pojetí hrubého zisku EBT. Patří mezi ty ukazatele finanční analýzy, které jsou běžně sledovány. Ukazatel se vypočte následovně:

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \cdot 100 (\%) \quad (2.6)$$

### ***Ukazatele likvidity***

Likvidita podniku je chápána jako schopnost hradit své závazky a získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Likvidita je také důležitá z pohledu finanční rovnováhy firmy. Jen dostatečně likvidní podnik je schopný dostát svých závazků.

*Ukazatel celkové likvidity* vyjadřuje poměr oběžných aktiv a objem závazků splatných v blízké době. Tento ukazatel by se měl pohybovat v intervalu od 1,5 do 2,5. Problém ukazatele spočívá v tom, že některá oběžná aktiva nelze v krátkém čase přeměnit na hotovost, např. z důvodu špatně prodejných aktiv či aktiv pro výrobu již nepoužitelných. Celková likvidita se vypočte podle následujícího vzorce:

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.7)$$

*Pohotová likvidita* odstraňuje nedostatky ukazatele celkové likvidity, neboť se berou v úvahu pouze pohotové prostředky. Mezi které patří například peníze v pokladnách a na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota ukazatele je od 1,0 do 1,5. Hodnoty ukazatele jsou závislé na předmětu činnosti podniku, odvětví, ve kterém podnik působí atd. Ukazatel se vypočte následovně:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.8)$$

*Okamžitá likvidita* v čitateli obsahuje pouze pohotové platební prostředky, tedy nejlikvidnější prostředky, které jsou tvořeny pouze penězi v pokladnách, penězi na bankovních účtech a šeky. Ukazatel se vypočte takto:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.9)$$

### ***Ukazatele aktivity***

Ukazatele aktivity jsou používány pro řízení aktiv a bývají označovány jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Jsou vypočítány z údajů, které se nachází ve výkaze zisků a ztráty a rozvaze.

*Doba obratu aktiv* vyjadřuje, za jakou dobu dojde k obratu celkových aktiv k tržbám. Žádána je co nejkratší doba obratu. Doba obratu aktiv se vypočte takto:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.10)$$

*Doba obratu zásob* popisuje úroveň běžného provozního řízení. Ukazatel je náchylný na změny v dynamice výkonů. Ukazatel vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu zásob k tržbám. Ukazatel se vypočte následovně:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.11)$$

*Doba obratu pohledávek* vyjadřuje, za kolik dní jsou podniku průměrně placeny faktury. Hodnota ukazatele se vypočte podle následujícího vzorce:

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.12)$$

*Doba obratu závazků* udává počet dní, na které dodavatelé poskytnou obchodní úvěr. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

## **2.5.4 Sestavení finančního plánu**

Finanční plán je taktický plán podniku. Oceňovatel, který chce zjistit hodnotu podniku jednou z výnosových metod, potom musí sestavit pro podnik kompletní finanční plán. Finanční plán je základní dokument plánování, která zpracovává představy společnosti u budoucnosti, o zdrojích, o účelu podnikání. Finanční plán má také funkci externí, který slouží jako nástroj komunikace s vnějším okolím (investoři, věřitelé).

Při vypracování finančního plánu se musí brát v úvahu nejen minulost, ale také aktuální a budoucí podmínky. Finanční plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, z jeho vizí a strategií. Dlouhodobý finanční plán se sestavuje na delší časový horizont, většinou na dobu od tří do pěti let.

Finanční plán vychází z plánované rozvahy, plánu provozních peněžních toků, plánu investic, plánu provozního výsledku hospodaření, plánu prodeje a plánu produkce.

Pro stanovení finančního plánu existuje řada metod. Nejjednodušší je metoda procentního podílu na tržbách. Tato metoda je založena na tom, že existuje vazba mezi náklady a tržbami, a tudíž, že náklady se vyvíjejí v určitém poměru k tržbám. Dalšími metodami jsou metoda proměnlivého podílu na tržbách a simulační metoda.

Informace k sestavení finančního plánu se získávají z účetních výkazů a dále je potřeba znát mikroekonomické a makroekonomické prognózy. Struktura finančního plánu není dána žádným závazným předpisem, ale měl by být přehledný, reálný a strukturovaný.

Na finanční plán navazuje finanční kontrola. Finanční plán se porovnává s účetními výkazy a zjišťují se rozdíly.

## **2.6 Náklady kapitálu**

Náklady kapitálu představují náklady podniku k získání jednotlivých složek podnikového kapitálu, přičemž je lze chápat jako minimální požadovanou míru výnosu kapitálu. Náklady kapitálu se rozlišují z pohledu investora a z pohledu podniku.

Náklady kapitálu se rozlišují na náklady na celkový kapitál, náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál.

### **2.6.1 Náklady na celkový kapitál**

Náklady na celkový kapitál zahrnují dvě složky, a to náklady na vlastní kapitál a náklady na cizí kapitál.



Náklady na celkový kapitál  $WACC$  se vypočítají podle následujícího vzorce:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - sd) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.14)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $sd$  je sazba daně,  $D$  je úročený cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $E$  je vlastní kapitál, součet  $D$  a  $E$  je celkový investovaný kapitál.

### 2.6.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, zejména z toho důvodu, že vlastník vkládá své prostředky do podniku na neomezenou dobu. Věřitel však vkládá prostředky s menším rizikem, neboť mu vložené prostředky zaručují pravidelný úrokový výnos. Mezi metody odhadu nákladů na vlastní kapitál se zařazují model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), dividendový růstový model a stavebnicové modely.

#### *Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM*

Model je založen na tržním principu a využívá se v anglosaských zemích. Jedná se o rovnovážný model, tzn., že mezní sklon výnosu a rizika je všechny investory stejný. Model CAPM – SML beta verze se určí následovně:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.15)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

#### *Arbitrážní model oceňování – APM*

Arbitrážní model oceňování aktiv je na rozdíl od modelu oceňování kapitálových aktiv vícefaktorovým modelem, neboť zahrnuje jak makroekonomické, tak mikroekonomické rizikové faktory. Model AMP má následující tvar:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.16)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

### ***Dividendový model***

Tento model je využíván pro oceňování akcií. V případě, že se předpokládají nekonečně dlouhé držby akcií a konstantní hodnoty dividendy ( $DIV$ ), pak se dividendový model vypočítá následovně:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.17)$$

### ***Stavebnicový model***

Stavebnicový model se používá tehdy, pokud nelze použít model CAPM a AMP, neboť může být problém se stanovením koeficientu  $\beta$ . Tento problém vzniká u společností, jejich akcie nejsou obchodovatelné na kapitálovém trhu. Ministerstvo průmyslu a obchodu používá stavebnicový model, který vychází z předpokladu modelu MM II. Stavebnicovým modelem se určí náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy podle vzorce:

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.18)$$

kde  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $R_{\text{podnikatelské}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{\text{finstab}}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

Celkové náklady zadlužené firmy jsou stanoveny podle vzorce:

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot sd\right), \quad (2.19)$$

kde  $D$  je úročený cizí kapitál,  $A$  jsou aktiva,  $sd$  je sazba daně.

Náklady vlastního kapitálu se určí následovně:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - sd) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.20)$$

kde  $UZ = VK + BU + OBL$ , jsou úplatné zdroje,  $\dot{U}$  představují úroky,  $A$  jsou aktiva,  $BU$  jsou označeny bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace,  $VK$  je vlastní kapitál.

Náklady kapitálu nezadlužené firmy se určí pomocí rizikových přírážek, které se vypočítají následovně.

### **Bezriziková sazba ( $R_F$ )**

Bezriziková sazba se stanoví jako výnos 10letých státních dluhopisů. Sazbu stanovuje Ministerstvo průmyslu a obchodu.

### **Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{finstab}$ )**

Likvidita  $L3$  představuje celkovou likviditu podniku, která se vypočte  $\frac{OA}{kr.závazky}$ .  $XL1$  a  $XL2$  jsou mezní hodnoty likvidity, jejichž konkrétní hodnoty jsou individuálně stanoveny podle odvětví, do kterého daný podnik spadá. Platí, že  $XL1 = 1$  a  $XL2 = 2,5$ .

Když  $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{finstab} = 10 \%$ ,

když  $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{finstab} = 0 \%$ ,

když  $XL1 < L3 < XL2$ , pak se  $R_{finstab}$  vypočte podle následujícího vzorce:

$$R_{finstab} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1 \quad (2.21)$$

### **Riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ )**

Riziková přírážka za velikost podniku je závislá na výši úplatných zdrojů. Úplatné zdroje jsou součtem vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací.

Když  $UZ \leq 100$  mil Kč, pak  $R_{LA} = 5 \%$ ,

když  $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0 \%$ ,

když  $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$ , pak se  $R_{LA}$  vypočte takto:

$$R_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2} \quad (2.22)$$

$UZ$  jsou dosazeny v mld. Kč.

### **Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku ( $R_{podnikatelské}$ )**

Tato riziková přírážka je závislá na ukazateli produkční síly  $EBIT/A$ , a její velikost také závisí na předmětu podnikání daného podniku.

$$\frac{EBIT}{A} \geq \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU+O} \quad (2.23)$$

$$\text{Ukazatel } X1 = \frac{UZ}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU+O}$$

Když  $\frac{EBIT}{A} > X1$ , pak  $R_{podnikatelské}$  a určí podle minimální hodnoty  $R_{podnikatelské}$  v odvětví, které lze nalézt v Benchmarkingu INFA na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

Když  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{podnikatelské} = 10 \%$ ,

když  $0 < \frac{EBIT}{A} < X1$ , pak  $R_{PO}$  se vypočte podle následujícího vzorce:

$$R_{podnikatelské} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X1^2} \cdot 0,1 \quad (2.24)$$

### 2.6.3 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky, které podnik platí svým věřitelům za jimi vložené peněžní prostředky do podniku. Pro výši těchto nákladů je důležité určení úrokové míry, která se liší podle několika hledisek, mezi které patří hledisko času, hledisko očekávané efektivnosti, hledisko hodnocení bonity dlužníka. Náklady na cizí kapitál se učí podle následujícího vzorce:

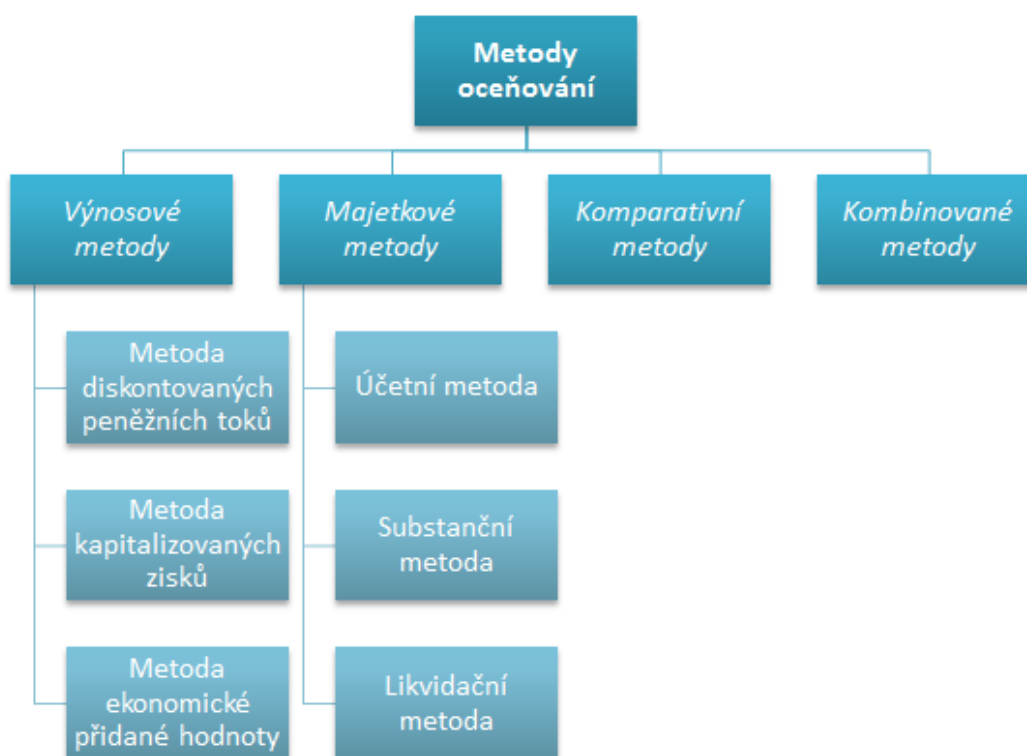
$$R_D = i \cdot (1 - sd), \quad (2.25)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu.

## 2.7 Metody ocenění

Metod oceňování podniku existuje jak v teoretické úrovni, tak i v praxi celá řada. Volba správné metody stanovení hodnoty podniku je ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Nástin metod oceňování je uveden v Obr. 2.1.

Obr. 2.1 Metody oceňování podniku



Zdroj: DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2010

### 2.7.1 Výnosové metody

Výnosové metody jsou zakládány na stanovení hodnoty kapitálu podniku jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. Hodnota u výnosových metod závisí na volbě časového horizontu, stanovení nákladu kapitálu a na definici budoucích výnosů.

#### 2.7.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků patří mezi základní výnosové metody, jejíž princip spočívá v odhadu budoucích volných peněžních toků plynoucí společnosti z podnikatelské činnosti. Základním úkolem je určit budoucí peněžní toky, náklady kapitálu a následně vypočítat hodnotu podniku.

Metody oceňování podniku závisí na tom, zda se oceňuje celkový kapitál nebo vlastní kapitál, neboť jsou rozdílné náklady kapitálu i finanční toky. Mezi základní metody oceňování se zařazují:

- DCF-Entity,
- DCF-Equity,
- metoda DDM,
- metoda APV.

### ***Volné finanční toky***

Volné finanční toky jsou uplatňovány při finančním plánování, investiční rozhodování a oceňování podniku a lze je chápat jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, jež jsou generovány majetkem podniku.<sup>4</sup>

Volné finanční toky lze rozdělit podle kategorie kapitálu následovně:

- FCFF (volné finanční toky pro vlastníky i věřitele),
- FCFD (volné finanční toky pro věřitele),
- FCFE (volné finanční toky pro vlastníky).

Volné finanční toky pro vlastníky i věřitele se vypočítají následovně:

$$FCFF = FCFE + FCFD \quad (2.26)$$

Volné finanční toky pro věřitele se určí následovně:

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - sd) - S, \quad (2.27)$$

kde  $sd$  je sazba daně z příjmů,  $-S$  je rozdíl příjmů z inkasovaných splátek z dluhu mínus výdaje na poskytnuté úvěry.

Volné finanční toky pro vlastníky zahrnují finanční toky z provozní, investiční a finanční činnosti, se určí následovně:

$$FCFE = EAT_t + ODP_t - \Delta \text{ČPK}_t - INV_t + S_t, \quad (2.28)$$

kde  $EAT$  je čistý zisk,  $ODP$  jsou odpisy,  $\Delta \text{ČPK}$  je změna čistého pracovního kapitálu,  $INV$  jsou investiční výdaje,  $S$  je rozdíl čerpání úvěru a splátek dluhu.

Finanční toky se dále rozlišují podle toho, zda jde o společnost zadluženou či nikoliv. Jestliže je společnost nezádlužená, pak se finanční toky pro vlastníky rovnají finančním tokům vztaženým k celkovému kapitálu. Volné finanční toky pro nezádluženou firmu se pak vypočítají podle následujícího vztahu:

$$FCFE_U = EAT_t + ODP_t - \Delta \text{ČPK}_t - INV_t \quad (2.29)$$

### ***Fázové metody***

Fázové metody se nejčastěji používají u metody diskontovaných peněžních toků, mohou však být použity i u ostatních metod, u kterých se odhadují budoucí ekonomické

---

<sup>4</sup> DLUHOŠOVÁ, Dana, *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2011

veličiny. Vzhledem k tomu, že odhad budoucích ekonomických veličin je náročný, používají se v praxi jednofázové, dvoufázové nebo vícefázové metody.

Obecně lze výpočet hodnoty podniku vyjádřit následovně:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.30)$$

kde  $V$  je hodnota podniku,  $FCF$  znamenají volné peněžní toky,  $R$  je náklad kapitálu,  $t$  značí jednotlivé roky.

*Jednofázová metoda* neboli perpetuita je založena na předpokladu, že volné peněžní toky budou konstantní a trvání firmy bude neomezené. Jednofázová metoda se vyjádří pomocí následujícího vztahu:

$$V = \frac{FCF}{R} \quad (2.31)$$

*Dvoufázová metoda* rozděluje trvání podniku na dvě fáze a dává tak reálnější podobu při stanovení peněžních toků. Nejdříve se určí první fáze, která obvykle trvá od 4 až do 6 let. V této fázi se dají relativně přesně stanovit volné peněžní toky. Po první fázi následuje druhá fáze, která pak trvá do nekonečna. Hodnota podniku se určí podle následujícího vzorce:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.32)$$

kde  $V_1$  je hodnota podniku v první fázi,  $V_2$  je pak hodnota podniku v druhé fázi.

Hodnota podniku za první fázi se vypočte následovně:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.33)$$

kde  $R_1$  představují náklady kapitálu v první fázi a  $T$  je délka první fáze.

Hodnota podniku za druhou fázi se určí jako:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.34)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota a znamená hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze.

Při výpočtu pokračující hodnoty se předpokládají konstantní finanční toky. Pokračující hodnota se vypočte následovně:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.35)$$

kde  $R_2$  znamenají náklady kapitálu v druhé fázi.

### ***DCF – Entity***

Metoda DCF – Entity patří mezi nejpoužívanější metody a smyslem je, že se oceňuje celkový kapitál, tudíž jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Tato metoda je založena na podílu volného peněžního toku pro vlastníky i věřitele ( $FCFF$ ) a nákladu celkového kapitálu ( $WACC$ ). Hodnota podniku podle metody DCF – Entity se určí následovně:

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.36)$$

### ***DCF – Equity***

Metoda DCF – Equity je založena na oceňování pouze vlastního kapitálu. Metoda je založena na podílu volného peněžního toku pro vlastníky ( $FCFE$ ) a nákladu vlastního kapitálu ( $R_E$ ). Hodnota podniku podle metody DCF – Equity se vypočte jako:

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (2.37)$$

### ***Metoda DDM***

Metoda DDM je podobná metodě DCF – Equity, neboť je také založena na oceňování vlastního kapitálu. Rozdíl je v tom, že peněžní tok je nahrazen dividendou ( $DIV$ ). Tuto metodu však může použít podnik, který vyplácí dividendy. Hodnota podniku podle metody DDM se určí jako:

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad (2.38)$$

### ***Metoda APV***

Metodou APV se oceňuje celkový kapitál a hodnota podniku se určuje pro nezadlužený a zadlužený podnik dohromady. Hodnota nezadluženého podniku se vyjádří podílem finančních toků nezadluženého podniku ( $FCFE_U$ ) a nákladem celkového kapitálu



nezadluženého podniku ( $R_U$ ). Hodnota zadluženého podniku se učí podílem daňového štítu ( $TS$ ) s náklady dluhu ( $R_D$ ). Hodnota podniku se vypočte podle následujícího vzorce:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (2.39)$$

### 2.7.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je využívána v německy mluvících zemích a slouží ke zjištění výnosové hodnoty. Zjišťuje hodnotu vlastního kapitálu neboli hodnotu podniku pro vlastníky. Údaje potřebné k výpočtu se zjišťují z výkazu zisků a ztráty za období 3 až 5 let. Rozlišují se dvě metody kapitalizovaných zisků, a to paušální metoda a analytická metoda.

#### *Paušální metoda*

Ocenění paušální metodou je založeno na odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tj. výsledku hospodaření, který je možno rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku.<sup>5</sup> Tato metoda vychází z analýzy minulosti. Postup výpočtu paušální metody je následující:

1. úpravou výsledku hospodaření před zdaněním minulých let o odpisy, zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku, mimořádné osobní náklady, mimořádné náklady, mimořádné výnosy, finanční výnosy a tržby z prodeje dlouhodobého majetku, vznikne upravený výsledek hospodaření před odpisy,
2. podílem upraveného výsledku hospodaření před odpisy a bazickým indexem vznikne výsledek hospodaření upravený o inflaci. Na základě výsledku hospodaření upraveného o inflaci se vypočte trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy. Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy se vypočte následovně:

$$TOV_T = \frac{\sum_{t=1}^K w_t \cdot UVH_t}{\sum_{t=1}^K w_t} \quad (2.40)$$

kde  $TOV_T$  je trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy,  $w_t$  znamenají váhy,  $UVH_t$  je upravený výsledek hospodaření o inflaci,  $K$  znamená minulých počet let, které se berou ve výpočtu v úvahu.

<sup>5</sup> MAŘIK, Miloš a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, 2011

3. od trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy se odečtou odpisy a tím se vypočte trvale odnímatelný čistý výnos před daní. Po odečtení daní vznikne trvale odnímatelný čistý výnos po daní. Hodnota podniku se tedy vypočte následovně:

$$V = \frac{TOV}{R_E} \quad (2.41)$$

### ***Analytická metoda***

Výpočet analytické metody je velmi podobný výpočtu DCF. Rozdíl je v tom, že očekávaný budoucí výnos podniku není počítán na základě peněžních toků, ale na základě upravených výsledků hospodaření. Úkolem analytické metody je tedy určit hodnotu podniku na základě prognózy budoucích výsledků hospodaření, které jsou upravené o vliv financování.<sup>6</sup>

Výpočet analytické metody je následující:

$$V = \frac{\check{C}V_T}{(1 + R_E)^t} + \frac{TOV}{R_E} \cdot (1 + R_E)^T, \quad (2.42)$$

kde  $\check{C}V_T$  je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$ .

### ***Metoda EVA***

Metoda ekonomické přidané hodnoty se využívá zejména jako nástroj finanční analýzy, ale její využití je i v oblasti oceňování podniku. Ekonomická přidaná hodnota je spojena s ekonomickým ziskem, který měří. Ekonomický zisk znamená zisk, který zbyde po úhradě běžných nákladů i nákladu vlastního kapitálu.

## **2.7.2 Majetkové metody**

Ocenění majetkovými metodami je založeno na oceňování jednotlivých složek majetku. Dále se také individuálně oceňují závazky a dluhy.

### ***Účetní hodnota***

Účetní hodnota patří mezi majetkové metody, které předpokládávají pokračování podniku. Tato metoda vychází z údajů z rozvahy na základě historických cen. Hodnota vlastního kapitálu se pomocí této metody vypočte jako účetní hodnota aktiv snížená o účetní

---

<sup>6</sup> MAŘIK, Miloš a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, 2011

hodnotu závazků a dluhů. Princip výpočtu je jednoduchý, ale zároveň nejméně přesný hlavně z důvodu, že aktiva nevychází z tržního ocenění ale z účetního ocenění.

### ***Substanční metoda***

Substanční metoda stejně jako účetní hodnota patří mezi majetkové metody, které předpokládají pokračování podniku. Tato metoda vychází z reprodukčních cen. Hodnota podniku pomocí substanční metody se vypočítá tak, že k souhrnu majetkových hodnot v reprodukčních cenách se přičte výnos z prodeje nepotřebného majetku, z toho se určí substanční hodnota brutto  $S_b$ . Od substanční hodnoty brutto se odečte hodnota závazků a dluhů v reálných cenách a vypočte se substanční hodnoty netto  $S_n$ .

### ***Metoda likvidační hodnota***

Metoda likvidační hodnoty se používá v případě, že se předpokládá rozdělení, rozprodání či zlikvidování podniku. Metoda likvidační hodnoty stanoví hodnotu dolní hranice podniku.

## **2.7.3 Komparativní metody**

Komparativní metody neboli metody tržního srovnání porovnávají podniky, jejichž akcie jsou obchodovány na veřejně finančních trzích. Probíhá porovnání kapitálu z dostupných dat jednotlivých podniků. Nevýhodou této metody je, že je problém nalézt srovnatelný podnik do porovnání. V České republice se tato metoda moc nepoužívá.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku se určí následovně:

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.43)$$

kde *multiplikátor*  $P/E$  se vyjádří podílem tržní ceny akcie s čistým ziskem na akcii.

## **2.7.4 Kombinované metody**

Již ze samotného názvu této metody je jasné, že půjde o kombinaci dvou metod. Nejčastěji se používají kombinace výnosových a substančních metod. Princip spočívá v průměru hodnot vypočtených dle jednotlivých metod v kombinaci. Výpočet hodnoty firmy je následující:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.44)$$

kde  $w_i$  představují váhy jednotlivých metod a  $V_i$  je hodnota firma vypočtená podle jednotlivých metod.

### **3 FINANČNÍ ANALÝZA FIRMY A NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU**

V podkapitole 3.1 bude představena společnost IMOS Brno, a.s. včetně její historie a předmětu podnikání. Dále bude následovat podkapitola 3.2, která bude věnovaná strategické analýze a mikro a makroprostředí. V podkapitole 3.3 bude zkoumáno finanční zdraví společnosti z pohledu finanční analýzy a v poslední podkapitole bude sestaven dlouhodobý finanční plán na pět let včetně rozvahy a výkazu zisků a ztráty.

#### **3.1 Základní údaje o společnosti**

Společnost IMOS Brno, a.s. vstoupila na český stavební trh na počátku roku 1997 a stala se významnou univerzální stavební společností. Podnikatelské aktivity pod obchodní značkou IMOS se datují již od roku 1990. Během své existence si vybudovala pevnou pozici mezi stavebními společnostmi a velmi rychle rozšířila svoji působnost z jihomoravského regionu na celou Českou a Slovenskou republiku. Společnost je od června 2005 organizačně rozdělena na závod pozemního stavitelství a závod vodohospodářských a dopravních staveb, který sídlí v Brně. Závod v Ostravě je zaměřený převážně na pozemní stavby. Na Slovensku je zřízena organizační složka od roku 2004.

Činnost společnosti je zaměřena na kvalitu prováděných prací, na potřeby a snižování rizik zákazníka, ochranu životního prostředí. V neposlední řadě také na ochranu zdraví a bezpečnosti práce a udržuje systém řízení podniku.

Společnost pro komplexní řízení stavební výroby využívá informační systém IPOS, který je plně přizpůsoben potřebám stavební firmy. Systém je nasazen ve všech fázích předvýrobního, výrobního a povýrobního procesu, umožňuje tak podrobné sledování nákladů na jednotlivých zakázkách v čase a vyhodnocuje průběh realizace výstavby.

Materiálně-technickým vybavením patří IMOS Brno ke špičkám ve svém oboru. Umožňuje pokrýt vlastními prostředky i technicky velmi náročné stavby. Provozní vybavení společnost neustále přizpůsobuje novým trendům.

Společnost v roce vyhrála soutěž o Stavbu roku 2008 se stavbou Moravské zemského archivu v Brně. V roce 2010 vyhrála opět soutěž Stavbu roku 2010 a zároveň 1. místo staveb v Moravskoslezském kraji se stavbou Výroba pevné látkové formy v IVAX Pharmaceuticals – TEVA.

Společnost sponzoruje basketbalový klub FRISCO SIK A Brno (I. liga žen), TJ Dukla Brno (oddíl cyklistiky), hokejový klub HC Kometa Brno (extraliga mužů). Podrobné identifikační údaje o společnosti jsou uvedeny v Tab. 3.1.

**Tab. 3.1** Identifikační údaje společnosti

Identifikační údaje IMOS Brno, a.s.	
Datum zápisu	1. ledna 1997
Obchodní firma	IMOS Brno, a.s.
Sídlo	Brno, Olomoucká 174, okres Brno-město, PSČ 627 00
Identifikační číslo	253 22 257
Právní forma podnikání	Akciová společnost
Základní kapitál	205 000 000 Kč
Akcie	204 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000 Kč 2 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 500 000 Kč
Akcionář	100 % podíl vlastní IMOS holding, a.s.
Statutární orgán - Představenstvo	
Předseda představenstva	Ing. Oldřich Štercl
Místopředseda představenstva	Ing. Jan Sniegon
Člen představenstva	Ing. Milan Karásek
Člen představenstva	Ing. Robert Suchánek
Dozorčí rada	
Předseda dozorčí rady	Ing. Jiří Rulíšek
Člen dozorčí rady	Ing. Radomír Vostal
Člen dozorčí rady	Ing. Ivan Sigmund

*Zdroj: Vlastní zpracování*

### 3.1.1 Předmět podnikání

IMOS Brno, a.s. zajišťuje formou generálního dodavatele širokou škálu staveb v oborech pozemní stavby, vodohospodářské a dopravní stavby, projektová činnost a silniční vývoj, akreditovaná zkušební laboratoř.

Pozemními stavbami se zabývají závody v Brně a v Ostravě. Závod v Brně zaměstnává 330 zaměstnanců, disponuje 6 středisky hlavní stavební výroby, dále středisky přípravy výroby, kovovýroby a přidružené stavební výroby. Závod v Ostravě zaměstnává 50 zaměstnanců, disponuje 4 středisky zabývající se realizací novostaveb a rekonstrukcí. Jedná se o výrobní a skladové haly, logistická centra, obchodní centra, bytová výstavba, stavby občanské vybavenosti (objekty pro zdravotnictví, školství a kulturu).

Vodohospodářskými a dopravními stavbami se zabývá závod v Brně. Závod je tvořen 4 středisky vodohospodářských staveb a 2 středisky dopravních staveb. Dopravní stavby se zabývají terénními úpravami, rozsáhlými zemními pracemi, kompletními sítěmi technické infrastruktury, kanalizací, čistírnami odpadních vod, vodovody, dovojem, úpravami toků, rychlostní komunikací, silnicemi, mosty a inženýrskými konstrukcemi.

Projektová činnost se zabývá konzultační činností v oboru přípravy a realizací staveb, architektonickými studiemi (situace, dispoziční a hmotové řešení staveb), projekčními a inženýrskými pracemi potřebnými pro územní a stavební řízení včetně obstarávání příslušných povolení, prováděcími projekt staveb a technologických celků, výkonem inženýrských činností (auditorský dozor).

Silniční vývoj poskytuje služby zaměřené na zvýšení efektivnosti organizací působících v oblasti dopravního stavitelství a hospodářství. Cílem je zlepšovat jízdní pohodlí, bezpečnost v dopravě a stavební stav pozemních komunikací. Akreditovaná zkušební laboratoř je zaměřena na oblasti výstavby, oprav a údržby netuhých vozovek pozemních komunikací. Zabývá se všemi konstrukčními vrstvami s hlavním zaměřením na hutněné asfaltové vrstvy.

### **3.2 Strategická analýza**

Úkolem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Člení se na analýzu mikroprostředí a na analýzu makroprostředí, přičemž zkoumané veličiny jsou datovány k roku 2006.

#### **3.2.1 Analýza makroprostředí**

Makroprostředí má významný vliv na podnik, neboť ovlivňuje jeho výkonnost. V rámci analýzy makroprostředí se zkoumá tempo růstu hrubého domácího produktu, úrokových sazeb, inflace, fiskální politika státu. V následujících subkapitolách bude největší pozornost věnována tempu růstu hrubého domácího produktu a inflaci.

##### ***Tempo růstu HDP***

Tempo růstu hrubého domácího produktu se neustále zvyšovalo od roku 2002 až do roku 2008, kdy se v České republice začal projevovat hospodářský pokles. Vývoj HDP v letech 2006 – 2010 je znázorněn v Tab. 3.2.

**Tab. 3.2 Vývoj HDP (v %)**

	2006	2007	2008	2009	2010
HDP, reálně	7,0	5,7	3,1	-4,7	2,7

*Zdroj: vlastní zpracování*

V roce 2006 rostla česká ekonomika zhruba stejným tempem jako v roce 2005. Došla však ke změně struktury hospodářského růstu. Pokles příspěvek zahraničního obchodu oproti roku 2005 i přesto, že tempo růstu vývozu se držela na vysoké úrovni. Zvýšil se příspěvek změny stavu zásob, fixních investic i spotřeby domácností. HDP se nacházelo nad svou potenciální úrovní, mírné inflační tlaky byly kompenzovány protiinflačním vývojem reálných mezd.

V roce 2007 se nadále držel růst ekonomiky na vysoké úrovni. K růstu ekonomiky nejvíce přispěly spotřeba domácností a hrubá tvorba fixního kapitálu. Došlo také k růstu čistého vývozu. Růst české ekonomiky byl také doprovázen zvyšováním poptávky po práci a tím také zvyšováním zaměstnanosti. Rostoucí zaměstnanost tedy přispěla k poklesu nezaměstnanosti.

Tempo růstu HDP v roce 2008 se oproti předchozímu roku zpomalilo o více než dva procentní body. K největšímu zlomu dochází ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008, jelikož se projevil propad zahraniční poptávky. Tento propad byl vyvolán světovou finanční a hospodářskou krizí. K růstu HPD přispěl čistý vývoz, který kompenzoval výpadek spotřeby domácností a tvorby fixního kapitálu.

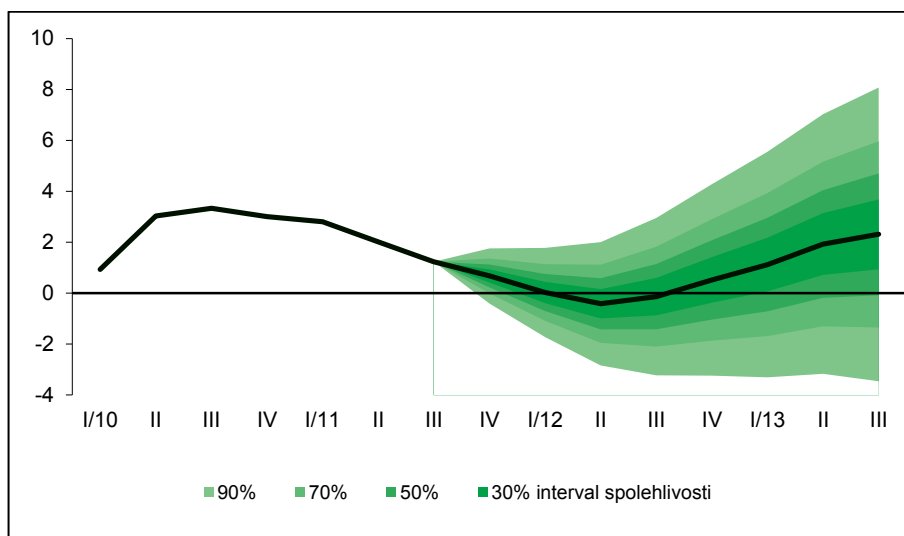
V roce 2009 nepříznivý vývoj zahraniční poptávky způsobil pokles výkonnosti české ekonomiky. Česká republika je vysoce otevřená a tudíž silně závislá na zahraniční poptávce. V důsledku toho prudce klesly vývozy a následně i investice. Spotřeby domácností si udržely rychlý růst a tím se tlumil prvotní dopad krize. Nepříznivý vývoj se začal projevovat i na trhu práce, kdy se začala zvyšovat nezaměstnanost. Tato situace však byla kompenzována růstem sociálních dávek.

V roce 2010 se česká ekonomika vyvíjela velmi podobně jako ekonomiky ostatních členských zemí Evropské unie. Na propad HDP i jeho následné oživování má významný podíl vývoj zahraniční poptávky. K oživení ekonomiky přispělo obnovení růstu německé ekonomiky v roce 2010, neboť Německo je hlavním obchodním partnerem České republiky.

Prognóza tempa růstu HDP České národní banky je pro rok 2011 1,7 %, pro rok 2012 0 % a pro rok 2013 1,9 %. Vějířový Graf 3.1 znázorňuje nejistotu budoucího vývoje sezónně očištěného HDP. Kolem středu je nejtmaší pásma, které odpovídá, že prognóza vývoje

nastane s 30 % pravděpodobností. Další pásma odpovídají prognóze vývoje s pravděpodobností 50 %, 70 %, 90 %.

**Graf 3.1 Prognóza HDP**



*Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)*

### ***Míra inflace***

Míra inflace je vyjádřena přírůstkem indexu spotřebitelských cen. Od roku 2004 se míra inflace drží okolo hranice 3 %. V roce 2008 však nastává největší nárůst až na hodnotu 6,3 %. Vývoj míry inflace v letech 2006 – 2010 je znázorněn v Tab. 3.3.

**Tab. 3.3 Vývoj míry inflace (v %)**

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Míra inflace</b>	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5

*Zdroj: vlastní zpracování*

V roce 2006 stanovuje ČNB horizontální bodový cíl pro inflaci ve výši 3 %, s tím aby se skutečná inflace nelišila od stanoveného cíle o více než 1 procentní bod z obou stran. Inflace byla v roce 2006 vyšší než v roce 2005, avšak pohybovala se v okolí inflačního cíle. Na konci roku 2006 se inflace snížila a klesla pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Zvýšení inflace způsobilo zrychlení růstu cen elektřiny, tepla a zemního plynu pro domácnosti.

V roce 2007 se inflace zvyšovala a přiblížila se inflačnímu cíli. Zrychlil se vývoj cen potravin a regulovaných cen až nad horní okraj tolerančního pásma pro inflační cíl.

Na začátku roku 2008 se inflace zvýšila, kvůli dopadu jednorázových protiinflačních nákladových vlivů. V závěrečných dvou měsících roku 2008 docházelo k odeznívání inflačních dopadů a snížen cen komodit na světových trzích. Inflace se poté vrátila



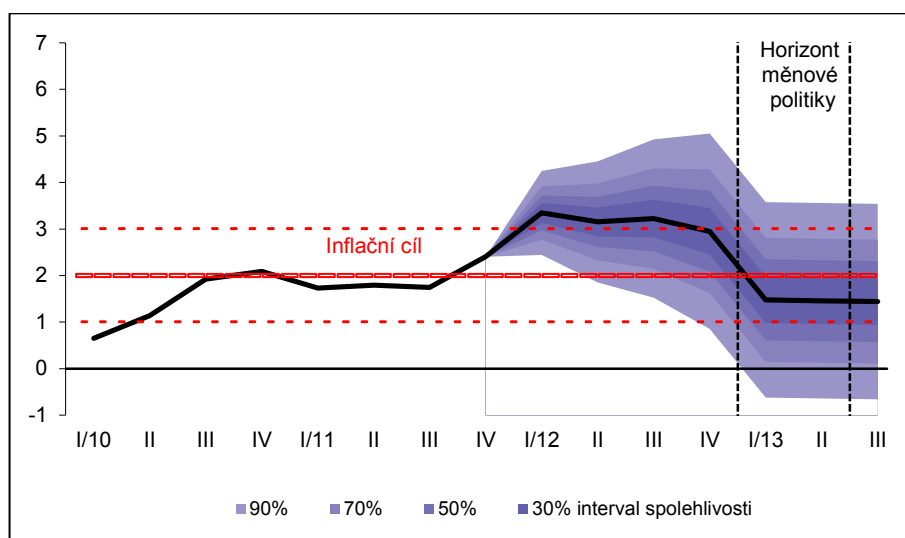
do tolerančního pásma inflačního cíle. Vývoj inflace byl ovlivněn administrativními vlivy, zvyšování nájemného, růst cen plynu, tepla a elektrické energie.

V roce 2009 se inflace snižovala a v říjnu dosáhla mírně záporné hodnoty. Růst spotřebitelských cen se zrychlil, avšak stále se nacházel pod hranicí tolerančního pásma inflačního cíle.

Od roku 2010 ČNB začala cílovat meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2 % s tolerančním pásem 1 procentní bod na obě strany. Na začátku roku 2010 se inflace nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma, ale od července se už nacházela v blízkosti dvouprocentního cíle.

Prognóza inflace na rok 2013 podle ČNB bude pro první dvě čtvrtletí 1,5 %. Vějířový Graf 3.2 znázorňuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Okolo středu je nejtavší pásmo, které znázorňuje, že se prognóza vývoje inflace vyplní s pravděpodobností 30 %. Další pásma znázorňují pravděpodobnost, s jakou nastane prognóza ve výši 50 %, 70 %, 90 %.

**Graf 3.2** Prognóza meziročního přírůtku indexu spotřebitelských cen



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

### 3.2.2 Analýza mikroprostředí

Úkolem analýzy mikroprostředí je charakterizovat odvětví, ve kterém IMOS Brno, a.s. působí, dále pak identifikovat hlavní konkurenty. V neposlední řadě bude nastíněn výhled daného odvětví do budoucna.

### ***Charakteristika odvětví***

Podle klasifikace odvětvových činností CZ-NACE je IMOS Brno, a.s. zařazen do stavebnictví (SEKCE F) přesněji CZ-NACE 41.2 Výstavba bytových a nebytových budov, 42 Inženýrské stavitelství, 43 Specializované stavební činnosti a dále je zařazen do zpracovatelského průmyslu (SEKCE C) 25.11 Výroba kovových konstrukcí a jejich dílů.

Stavebnictví patří mezi procyklické odvětví, je tedy závislé na stavu ekonomiky a jejím vývoji. Na počátku roku 2010 se stavebnictví podílelo na tvorbě HDP cca 6,5 %. Stavební produkce v roce 2010 oproti roku 2009 poklesla o 7,8 %, přičemž docházelo k propadu pozemního stavitelství i následně inženýrského stavitelství. Na odvětví se zpožděně projeví dopady globální hospodářské krize, především v důsledku slabé poptávky domácností a firem. Za propad ve stavebnictví mohou také úsporná opatření vlády, která omezila infrastrukturální stavby. Pozitivně však stavebnictví ovlivnily investice do solárních elektráren a také vyšší objem stavebních prací na programu Zelená úsporám. Krize ve stavebnictví se promítla také do propouštění zaměstnanců, v roce 2010 oproti roku 2009 poklesl o 3 %. Došlo ke snížení cen stavebních prací poprvé od roku 1994.

Bytová výstavba v roce 2010 oproti roku 2009 poklesla o 24,6 %, přičemž největší propad se projevil u bytových domů, kdy bylo zahájeno o 47,5 % méně bytů než v roce 2009. Pokles zasáhl také výstavbu nebytových budov.

Krize stavebnictví zasáhla většinu států Evropské unie. Stavební produkce o členských zemích poklesla podle údajů z roku 2010 o 4,14 %, v zemích eurozóny o 7,37 %.

### ***Konkurence***

Mezi největší konkurenty firmy patří HOCHTIEF CZ a.s., OH ŽL, a.s., UNISTAV a.s.

HOCHTIEF CZ a.s. realizuje stavby v segmentech stavebního trhu celé České republiky. Jedná se o bytovou, občansko-administrativní, průmyslovou, ekologickou a vodohospodářskou výstavbu, včetně projektů dopravní a liniové infrastruktury.

OH ŽL, a.s. se zaměřuje na komplexní realizaci stavebních děl, jejich modernizaci, rekonstrukci a údržbu dle potřeb a přání zákazníků v oblastech dopravní, železniční, silniční a dálniční stavby, dále vodohospodářské a ekologické stavby, inženýrské a energetické stavby, pozemní a podzemní stavby.

UNISTAV a.s. zajišťuje komplexní dodavatelskou činnost, nejen pro realizaci novostaveb, ale i při rekonstrukci bytových, občanských, průmyslových či inženýrských staveb. Dále se zaměřuje na stavební a developerské činnosti.

### ***Prognóza vývoje odvětví***

Stavebnictví v České republice se v následujících dvou letech nevrátí do předkrizových hodnot roku 2007. Na konci roku 2011 se očekává zlepšení, které je způsobeno urychlenou výstavbou před změnou DPH. V roce 2012 se budou zvyšovat náklady na stavby a předpokládá se nižší kupní síla obyvatel, proto budou klesat počty zakázek a také počet dokončených bytových výstaveb. Úbytek zakázek bude způsoben sníženou poptávkou jak ze strany veřejného, tak i soukromého sektoru. Veřejné zakázky v oblasti dopravní infrastruktury nelze očekávat tak vysoké jako v minulých letech. Lze také očekávat, že se budou zvyšovat úspory domácností, které se pak nižší kupní silou projeví na poklesu stavebních zakázek.

Pro následující dekádu budou limitující podmínky českého stavebnictví v podobě fungující ekonomiky České republiky, ale i sousedních států. Česká republika obchoduje s ekonomikou EU i světovými ekonomikami. Další podmínkou je energetický vývoj ve světě, výstavby energetických staveb v důsledku zvýšení energetické nezávislosti České republiky, ubývání přírodních zdrojů energií a také důvod k jejich úsporám. Poslední podmínkou je minimalizovat negativní vlivy stavění na životní prostředí a tudíž realizovat energeticky úsporné stavby s cílem snížení emisí.

## **3.3 Finanční analýza**

Podstatou finanční analýzy je hodnocení finančního zdraví podniku. Finanční analýza vychází z účetních výkazů, jako jsou rozvaha a výkaz zisků a ztráty. Účetní výkazy jsou datovány od roku 2006 do roku 2010, neboť společnost ještě nemá zveřejněné výsledky hospodaření za rok 2011.

V příloze č. 1 a č. 2 jsou uvedeny výkazy rozvahy a zisků a ztráty za výše uvedené období. V následující podkapitole bude provedena analýza poměrových ukazatelů.

### **3.3.1 Analýza poměrových ukazatelů**

Analýza poměrových ukazatelů poměřuje jednotlivé položky z rozvahy a výkazů zisků a ztráty od roku 2006 do roku 2010. Jsou zde zhodnoceny ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity a ukazatele aktivity.

#### ***Ukazatele finanční stability a zadluženosti***

Ukazatele finanční stability a zadluženosti jsou vypočítány podle vzorců (2.1), (2.2), (2.3). V Tab. 3.4 jsou uvedeny vypočtené hodnoty.

**Tab. 3.4 Ukazatele finanční stability a zadluženosti za sledované období**

	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010
Podíl vlastního kapitálu na aktivech (v %)	(2.1)	16,81	15,54	20,58	21,64	20,38
Majetkový koeficient (v Kč)	(2.2)	5,95	6,44	4,86	4,62	4,91
Celková zadluženost (v %)	(2.3)	83,14	84,32	79,31	78,34	79,59

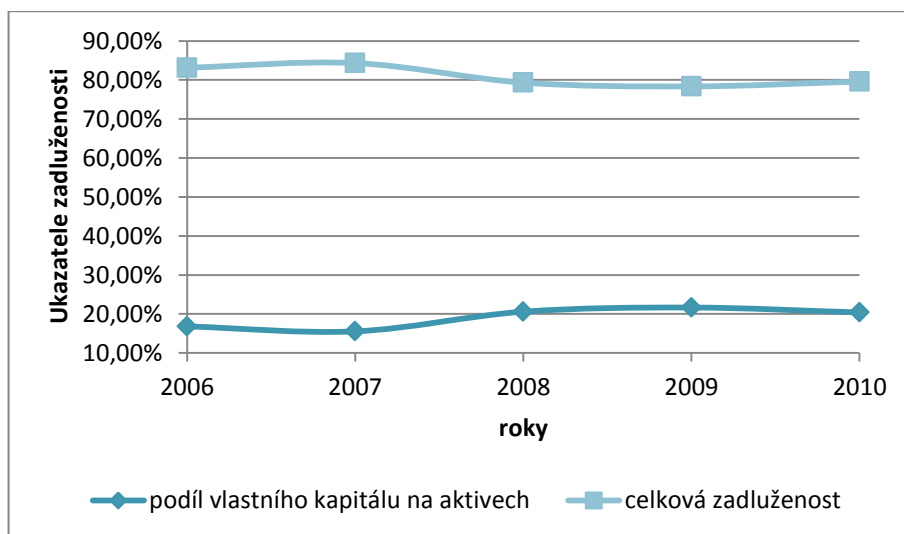
*Zdroj: vlastní zpracování*

Podíl vlastního kapitálu na aktivech se v posledních třech letech vyvíjel okolo 20 %, to znamená, že společnost je schopna krýt svá aktiva z 20 % z vlastního kapitálu. Nejnižší hodnoty dosahuje ukazatel v roce 2007, a to zejména kvůli zvyšující se položce celkových aktiv, konkrétně pak položky účty v bankách. Nejvyšší hodnoty dosahuje podnik v roce 2009 výraznému snížení položky celkových aktiv.

Majetkovým koeficientem se poměřují aktiva s vlastním kapitálem. Hodnota ukazatele říká, kolik korun aktiv připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Za poslední tři roky lze říci, že hodnota se pohybuje stabilně okolo hodnoty 4,5. Znamená to tedy, že 4,5 Kč aktiv připadá na 1 Kč. Nejvyšší hodnotu dosahuje tento ukazatele v roce 2007, což je způsobeno výrazným poklesem celkových aktiv a nárůstem hodnoty vlastního kapitálu.

Celkovou zadlužeností se poměřuje cizí kapitál a celková aktiva, pokud je hodnota tohoto ukazatele vysoká, značí o riziko pro věřitele. Hodnota ukazatele se pohybuje za poslední tři roky okolo 80 %, což značí poměrně vysokou zadluženost, neboť hodnota celkových aktiv je poměrně vysoká. Nejvyšší hodnoty dosahuje podniku v roce 2007 opět kvůli výraznému snížení položky celkových aktiv. Jednotlivé ukazatele jsou znázorněny v Grafu 3.3.

**Graf 3.3 Ukazatele finanční stability a zadluženosti**



*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Ukazatele rentability***

Ukazatele rentability se spočítají podle vzorců (2.4), (2.5), (2.6). Konkrétní vypočtené hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.5.

**Tab. 3.5 Ukazatele rentability za sledované období (v %)**

	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010
ROA	(2.4)	8,92	10,12	12,42	18,02	12,04
ROE	(2.5)	31,83	35,61	45,02	63,55	55,35
ROS	(2.6)	2,52	3,48	5,68	8,72	8,54

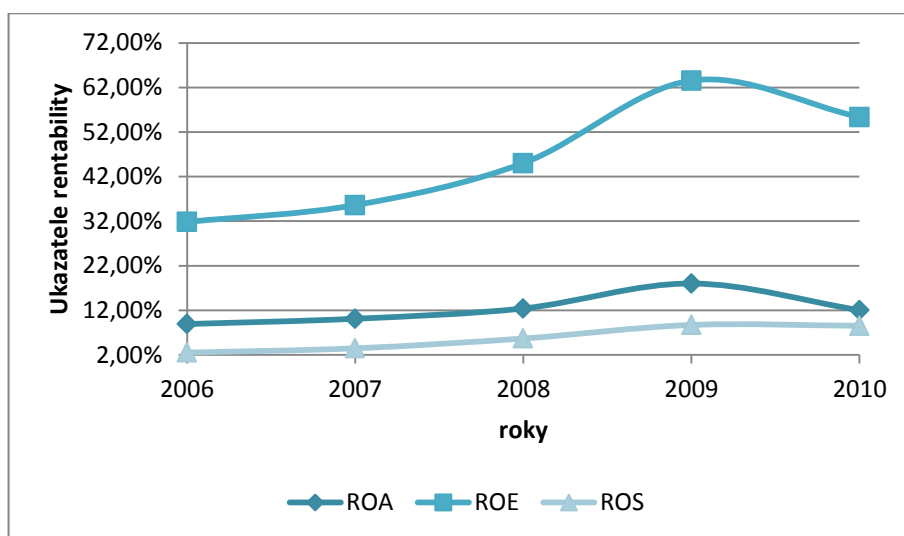
*Zdroj: vlastní zpracování*

Ukazatelem rentability aktiv je poměřován zisk před úroky a daněmi s celkovými aktivy. Nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2009 a o 18,02 %. To je způsobeno vysokým výsledkem hospodaření před zdaněním a výrazně sníženou hodnotou celkových aktiv. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2006 zejména kvůli nízkému výsledku hospodaření před zdaněním.

Ukazatelem rentabilita vlastního kapitálu je dán do poměru čistý zisk s vlastním kapitálem. Výsledkem je celková výnosnost vlastních zdrojů. Hodnota ukazatele je nejvyšší v roce 2009 kvůli vysokému čistému zisku a nižší hodnotě vlastního kapitálu. Nejnižší hodnota dosahuje ukazatel v roce 2006 31,83 %. Takto nízká hodnota je způsobena nižším čistým ziskem společnosti.

Rentabilitou tržeb se poměřuje čistý zisk s tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. Nejvyšší hodnota je v roce 2009 kvůli vysokému čistému zisku a snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Poměrně vysoká hodnota je i v následujícím roce, kvůli opětovnému snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Nejnižší hodnota je v roce 2006, což je způsobeno poměrně vysokou hodnotou tržeb za vlastní výrobky a služby a nižší hodnotou čistého zisku. Jednotlivé ukazatele znázorňuje Graf 3.4.

**Graf 3.4 Ukazatele rentability**



*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Ukazatele likvidity**

Ukazatele likvidity se určí pomocí vzorců (2.7), (2.8), (2.9). Vypočtené hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.6.

**Tab. 3.6 Ukazatele likvidity za sledované období**

	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Celková likvidita</b>	(2.7)	1,41	1,62	1,50	1,48	1,44
<b>Pohotovná likvidita</b>	(2.8)	1,33	1,59	1,41	1,42	1,39
<b>Okamžitá likvidita</b>	(2.9)	0,21	0,46	0,66	0,72	0,59

*Zdroj: vlastní zpracování*

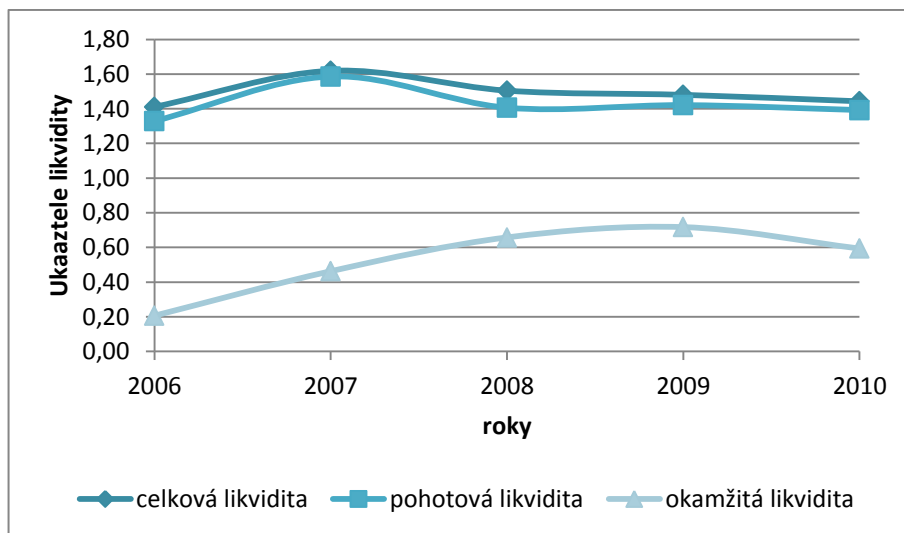
Celková likvidita je vypočtena poměrem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5. Tato podmínka je splněna v letech 2007 a 2008. Nejvyšší hodnota je dosažena v roce 2007 a to zejména kvůli vyšší hodnotě oběžných aktiv. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2006 kvůli nejnižší hodnotě oběžných aktiv za celé sledované období.

Pohotovou likviditou se poměřují oběžná aktiva snížená o zásoby s krátkodobými závazky. Doporučené hodnoty jsou okolo 1,0 až 1,5, vše však záleží na předmětu činnosti dané společnosti. Ve všech letech kromě roku 2007 byla podmínka splněna. V roce 2007 byla nejvyšší hodnota a to 1,59, zejména kvůli snížení položky zásob.

Okamžitá likvidita je vypočtena poměrem krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků. Nejnižší hodnota je v roce 2006 z důvodu nižší hodnoty krátkodobého finančního majetku. Nejvyšší hodnoty je dosaženo v roce 2009 poměrně vysoké

hodnotě krátkodobého finančního majetku. Hodnota ukazatele v roce 2010 klesla oproti předchozímu roku a to opět z důvodu klesající hodnoty krátkodobého finančního majetku. V Grafu 3.5 jsou znázorněny konkrétní výsledky.

**Graf 3.5 Ukazatele likvidity**



*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity jsou vypočteny podle vzorce (2.10), (2.11), (2.12), (2.13). Vypočtené hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.7.

**Tab. 3.7 Ukazatele aktivity za sledované období (počet dní)**

	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010
Doba obratu aktiv	(2.10)	169,24	226,41	220,83	228,23	272,41
Doba obratu zásob	(2.11)	9,46	4,46	13,98	8,57	8,84
Doba obratu pohledávek	(2.12)	129,53	151,91	106,36	101,61	140,12
Doba obratu závazků	(2.13)	137,82	170,89	173,96	178,54	216,81

*Zdroj: vlastní zpracování*

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv k tržbám. Hodnoty jsou od roku 2007 přes 200 dní, to znamená, že k přeměně celkových aktiv na tržby dojde za více než 200 dní. Nejnížší hodnota je v roce 2006 a to 169 dní. Nejlepší je však nižší hodnota tohoto ukazatele.

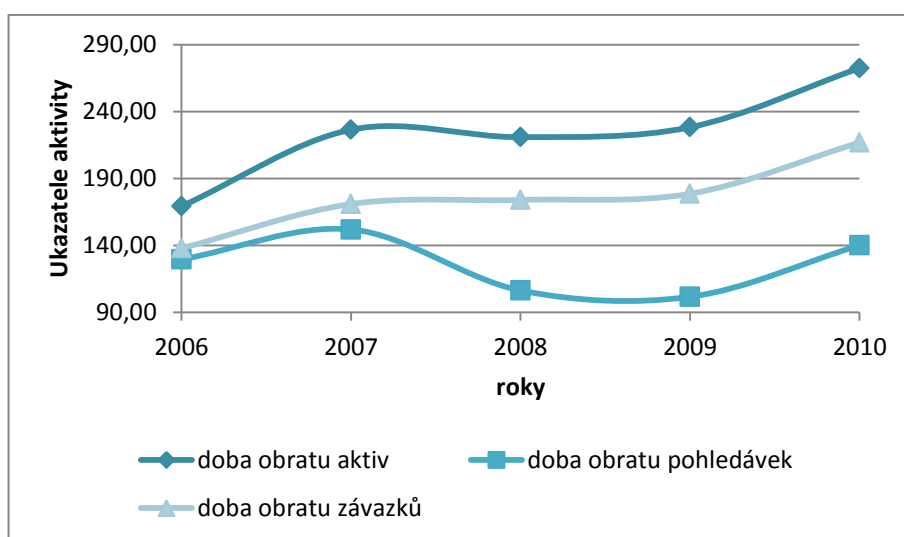
Doba obratu zásob vyjadřuje, za jak dojde k obratu zásob k tržbám. Hodnoty se pohybují okolo 9 dní kromě roku 2007 a roku 2008. V roce 2007 je hodnota nejnížší hlavně z důvodu snížení hodnoty zásob o více než dvojnásob oproti předchozímu roku. Nejvyšší

hodnoty je dosaženo v roce 2008 a to z důvodu nejvyšší hodnoty zásob za celé sledované období.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje počet dní, za jak dlouho jsou placeny pohledávky firmě. Hodnoty v čase kolísají, největší hodnoty nabývá v roce 2007 snižujících se tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a zvyšující se hodnoty pohledávek. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2009 z důvodu neustálého snižování tržeb za výrobu vlastních výrobků a služeb a poklesu krátkodobých závazků.

Doba obratu závazků vyjadřuje počet dní, na které poskytl dodavatelé firmě úvěr. Hodnota je nejvyšší v roce 2010 přes 200 dní. Od roku 2007 do roku 2009 jsou hodnoty podobné a to ve výši přes 170 dní. Nejnižší hodnota je dosažena v roce 2006 kvůli nízké hodnotě dlouhodobých závazků a vysokých tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Vypočtené hodnoty jsou znázorněny v Grafu 3.6.

Graf 3.6 Ukazatele aktivity



*Zdroj: vlastní zpracování*

### 3.4 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Sestavení dlouhodobého finančního plánu bude důležité pro stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami. Dlouhodobý finanční plán bude sestaven pro roky 2011 až 2016. Finanční plán zahrnuje rozvahu a výkaz zisků a ztráty.

Finanční plány budou sestaveny podle institucí, které prognózují tempo růstu HDP. Mezi tyto instituce patří Ministerstvo financí České republiky, Citibank a PWC. Výkaz zisků a ztráty a rozvaha budou uvedeny podle predikce HDP společnosti PWC.

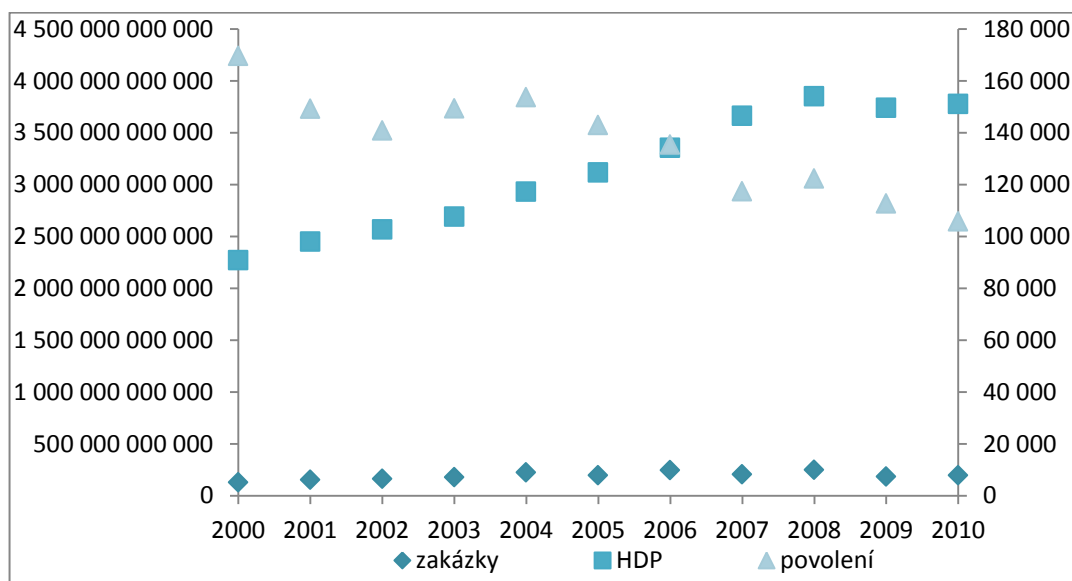


### 3.4.1 Odhad tržeb pomocí regresního modelu

Tržby byly odhadnuty regresním modelem za pomoci metody nejmenších čtverců. Regresním modelem byla zkoumána závislost tržeb na několika faktorech, mezi které patřily hrubý domácí produkt, počet stavebních povolení a zakázky ve stavebnictví. Byly tedy vytvořeny jednofaktorové, dvoufaktorové i třífaktorové modely. Do třífaktorového modelu byly zařazeny všechny nezávislé proměnné, avšak regresní koeficienty byly statisticky nevýznamné z důvodu vyšší hladiny významnosti nad 5 %. Dvoufaktorové metody byly vypočteny kombinací hrubého domácího produktu a počtu stavebního povolení či zakázek ve stavebnictví. Modely byly zkoumány jak s nulovou konstantou, tak bez nulové konstanty.<sup>7</sup> Pro odhad tržeb byl zvolen dvoufaktorový model kombinací hrubého domácího produktu a počtu stavebního povolení. Model byl jako celek statisticky významný i koeficienty byly statisticky významné. Hodnota spolehlivosti R byla 84,17 %, což znamená, že tržby jsou vysvětleny z 84,17 % kombinací hrubého domácího produktu a počtu stavebních povolení. Jednofaktorovým modelem byla zkoumána závislost tržeb pouze na hrubém domácím produktu.

V grafu č. 3.7 jsou znázorněny hodnoty tempa růstu HDP, počet stavebních povolení a objem stavebních zakázek ve stavebnictví. Hodnoty jsou zkoumány od roku 2000 do roku 2010. Z grafu je viditelné, že mezi tempem růstu HDP a stavebním povolením je nepřímá závislost, tzn., že pokud tempo růstu HDP v čase roste, počet stavebních povolení klesá. Dále z grafu viditelné, že hodnota stavebních zakázek ve stavebnictví je poměrně stabilní v čase.

Graf 3.7 Graf vývoje HDP (v Kč), počet stavebních povolení a stavební zakázky (v Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

<sup>7</sup> Nulová konstanta je parametr úrovně konstanty, který není zahrnut do regresního modelu.

Vztah pro výpočet regresního modelu se vypočte podle následujícího vztahu:

$$Y_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot HDP_t + \hat{\beta}_2 \cdot SP_t + \hat{u}_t, \quad (3.1)$$

kde  $Y_t$  je vysvětlovaná (závislá) proměnná tedy tržby,  $\beta_0$  znamená odhadnutou úrovnovou konstantu.  $\beta_1$  je odhadnutá změna tržeb, pokud se změní tempo růstu HDP o jeden procentní bod, přičemž ostatní nezávislé proměnné zůstanou neměnné.  $\beta_2$  je odhadnutá změna tržeb, pokud se změní počet stavebních povolení o jeden procentní bod, aniž by došlo ke změně ostatních nezávislých proměnných,  $t$  je časové období,  $HDP$  je tempo růstu hrubého domácího produktu,  $SP$  je počet stavebních povolení

V Tab. 3.8 jsou uvedeny vstupní údaje od roku 2000 do roku 2010.

**Tab. 3.8 Vstupní údaje pro výpočet regresního modelu**

	Tržby (v mil. Kč)	HDP (v mil. Kč)	Stavební povolení
2000	1 347,167	2 269 695	169 574
2001	1 588,306	2 448 557	149 244
2002	2 456,897	2 567 530	140 822
2003	3 230,981	2 688 107	149 339
2004	5 074,680	2 929 172	153 622
2005	5 369,919	3 116 056	142 941
2006	7 233,946	3 352 599	135 391
2007	6 675,328	3 662 573	117 384
2008	6 937,591	3 848 411	122 242
2009	5 699,205	3 739 225	112 674
2010	4 149,236	3 775 237	105 743

*Zdroj: vlastní zpracování*

Na základě výše uvedených vstupních údajů je pomocí programu MS Excel proveden odhad lineárního regresního modelu. Konkrétní hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.9.

**Tab. 3.9 Výsledky regrese**

Regresní statistika	
Násobné R	0,917376
Hodnota spolehlivosti R	0,841579
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,801974
Chyba stř. hodnoty	9,44E+08
Pozorování	11

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	3,79E+19	1,89E+19	21,24918	0,00062987
Rezidua	8	7,13E+18	8,91E+17		
Celkem	10	4,5E+19			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-2,8E+10	8,54E+09	-3,25109	0,0116	-47464	-8,1E+09	-4,7E+10	-8,1E+09
HDP	0,006043	0,001219	4,957896	0,0011	0,0032	0,00885	0,00323	0,00885
Stavební povolení	98298,86	36151,92	2,719049	0,0262	14932	181665	14932,3	181665,

*Zdroj: vlastní zpracování*

Tržby jsou vypočteny na základě výsledků z regrese podle vzorce (3.1). Konkrétní rovnice regresního modelu vypadá následovně:

$$T_t = -27768524615 + 0,006043 \cdot HDP_t + 98298,86 \cdot SP_t + \hat{u}_t$$

Tržby jsou určeny podle dvoufaktorového modelu s HDP a počtem stavebních povolení, přičemž model je bez nulové konstanty. Z výše uvedených tabulek si lze všimnout, že hodnota Násobné R je 91,7 %, což vypovídá o poměrně vysoké regresní závislosti. Tabulka ANOVA vypovídá o významnosti modelu jako celku. Tato významnost se hodnotí podle položky Významnost F, která musí být na hladině významnosti pod 5 %. V poslední tabulce jsou důležité položky Koeficienty a hodnota P. Koeficienty jsou koeficienty rovnice regresního modelu a hodnota P musí být pod 5 %.

Tržby se liší podle jednotlivých scénářů prognóz vývoje tempa růstu HDP podle jednotlivých institucí. Těmito institucemi jsou Ministerstvo financí ČR, Citibank, PWC. Tab. 3.10 znázorňuje tempo růstu HDP v % pro roky 2011 až 2016 podle scénářů jednotlivých institucí.

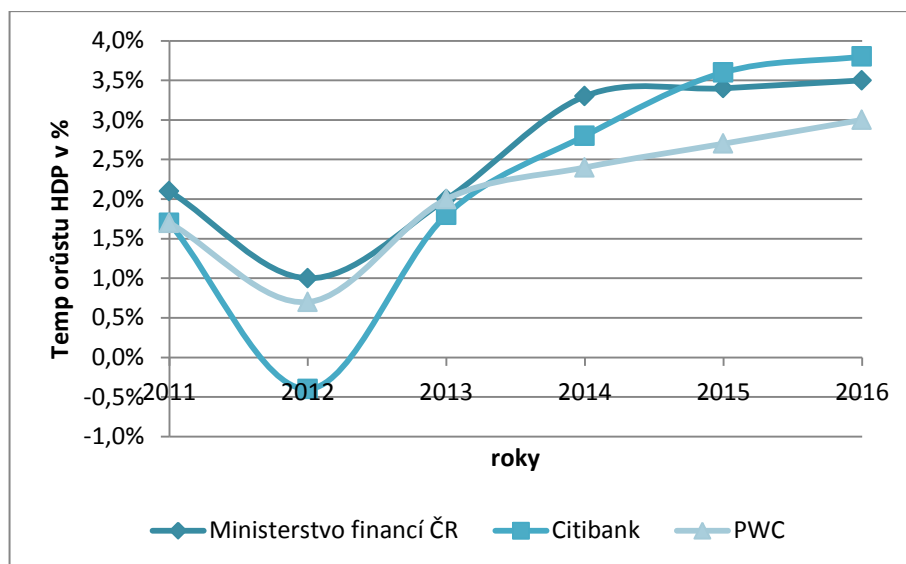
**Tab. 3.10 Prognóza tempa růstu HDP (v %)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ministerstvo financí ČR	2,10	1,00	2,00	3,30	3,40	3,50
Citibank	1,70	-0,40	1,80	2,80	3,60	3,80
PWC	1,70	0,70	2,00	2,40	2,70	3,00

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z tab. 3.10 je viditelné, že prognóza tempa růstu HDP podle PWC je střední ze všech prognóz. Nejoptimističtější je prognóza tempa růstu HDP podle Ministerstva financí České republiky. Pesimistická prognóza tempa růstu HDP je podle banky Citibank. V Grafu 3.8 jsou graficky znázorněny tempa růstu HDP podle scénářů jednotlivých institucí.

**Graf 3.8 Prognóza tempa růstu HDP (v %)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

V Tab. 3.11 je znázorněno HDP v mil. Kč podle prognóz jednotlivých institucí.

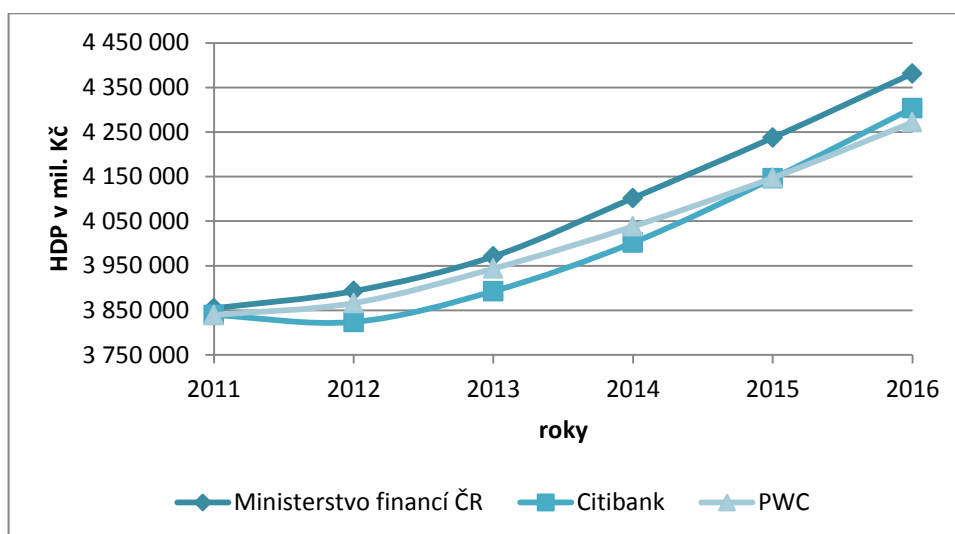
**Tab. 3.11 HDP podle jednotlivých scénářů (v mil. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ministerstvo financí ČR	3 854 517	3 893 062	3 970 923	4 101 964	4 237 329	4 381 398
Citibank	3 839 416	3 824 058	3 892 891	4 001 892	4 145 961	4 303 507
PWC	3 839 416	3 866 292	3 943 618	4 038 265	4 147 298	4 271 717

*Zdroj: vlastní zpracování*

Tab. 3.11 znázorňuje výpočet konkrétních hodnot HDP v mil. Kč podle prognóz jednotlivých institucí. Graficky jsou výsledky znázorněny v Grafu 3.9.

**Graf 3.9 HDP podle jednotlivých scénářů (v mil. Kč)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

Vzhledem k tomu, že pro prognózu tržeb je použit dvoufaktorový model kombinací tempa růstu HDP a počtu stavebních povolení, pak je důležité určit výši stavebních povolení. Počet stavebních povolení je vypočteno váženým průměrem z let 2000 až 2010. Hodnota váženého průměru je vyčíslena na -4,58 %. To by znamenalo, že počet stavebních povolení meziročně klesá o více než 4,5 %. Počet stavebních povolení pro období 2011 až 2016 je znázorněn v Tab. 3.12.

**Tab. 3.12 Počet stavebních povolení**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Stavební povolení	100 897	96 273	91 861	87 651	83 634	79 801

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z Tab. 3.12 je viditelné, že počet stavebních povolení klesá v čase. Je tedy navázáno na výsledky z Grafu 3.7, kde bylo řečeno, že tempo s růstem tempa HDP klesá počet stavebních povolení v čase.

Tržby jsou vypočteny podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu jednotlivých institucí, počet stavebních povolení je stejný pro všechny scénáře. Konkrétní výsledky tržeb pro jednotlivé scénáře predikce HDP jsou uvedeny v Tab. 3.13.

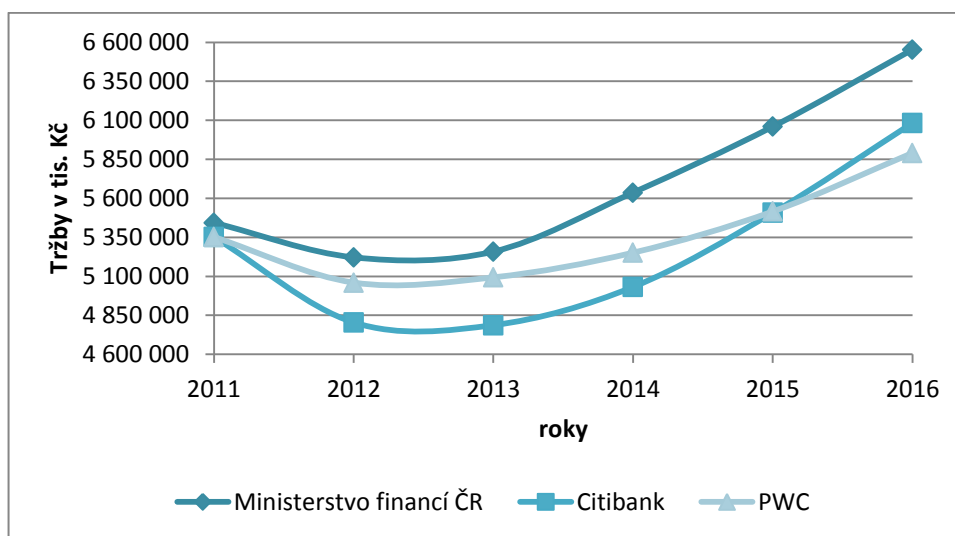
**Tab. 3.13 Tržby podle jednotlivých scénářů predikce HDP (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ministerstvo financí ČR	5 443 187	5 221 583	5 258 405	5 636 478	6 059 649	6 553 520
Citibank	5 351 929	4 804 578	4 786 841	5 031 725	5 507 492	6 082 809
PWC	5 351 929	5 059 805	5 093 392	5 251 530	5 515 573	5 890 693

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z Tab. 3.13 je viditelné, že tržby podle prognózy Ministerstva financí ČR a podle prognózy PWC klesají do roku 2012 a v roce 2013 již nastává pomalý růst těchto tržeb. Je to způsobeno prognózou HDP pro rok 2012, kdy se předpokládá pokles značný pokles tempa růstu hrubého domácího produktu. Tržby podle prognózy Citibank však klesají ještě v roce 2013 a to je z důvodu toho, že prognóza HDP pro rok 2012 je jako jediná záporná a následný růst HDP není tak velký jako u ostatních institucí. V Grafu 3.10 je znázorněn vývoj tržeb podle jednotlivých scénářů vývoje HDP.

**Graf 3.10 Tržby podle jednotlivých scénářů predikce HPD (v tis. Kč)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

V následující podkapitole budou výkaz zisků a ztráty a rozvaha uvedeny podle prognózy tempa růstu HDP společnosti PWC. Výkaz zisků a ztráty a rozvahy podle scénářů Ministerstva financí ČR a Citibank jsou uvedeny v Přílohách č. 3 až 8.

### **3.4.2 Návrh dlouhodobého finančního plánu výkazu zisků a ztráty podle scénáře PWC**

Na základě plánu výkazu zisků a ztráty se zjistí výsledek hospodaření za účetní období. Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb byl probrán v předchozí subkapitole.

#### ***Plán výkonů***

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb jsou určeny pomocí dvoufaktorového lineárního regresního modelu. Změna stavu zásob vlastní činnosti je vypočteny průměrným podílem na tržbách ve výši -0,19 %. Aktivace se určí také průměrným podílem na tržbách ve výši 0,08 %. Výkony jsou součtovou položkou tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, změny stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.14.

**Tab. 3.14 Plán výkonů (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výkony	5 345 670	5 053 888	5 087 435	5 245 388	5 509 123	5 883 804
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 351 929	5 059 805	5 093 392	5 251 530	5 515 573	5 890 693
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 545	-9 970	-10 036	-10 347	-10 868	-11 607
Aktivace	4 286	4 053	4 079	4 206	4 418	4 718

*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Plán výkonové spotřeby**

Výkonová spotřeba je vypočtena součtem spotřeby materiálu a energie a služeb. Vstupní údaje a způsoby výpočtu jsou uvedeny v Tab. 3.15.

**Tab. 3.15 Vstupní data pro odhad výkonové spotřeby**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Výkonová spotřeba	80 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{VS_t}{T_t}$
Spotřeba materiálu a energie	8,4 % z výkonové spotřeby	VAP podílu na výkonové spotřebě	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{SM_t}{VS_t}$
Služby	91,5 % z výkonové spotřeby	VAP podílu na výkonové spotřebě	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{SL_t}{VS_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $VAP$  je vážený aritmetický průměr za období 2006 až 2010,  $w_i$  jsou přiřazené váhy,  $VS$  je výkonová spotřeba,  $T$  jsou tržby,  $t$  je časové období,  $SM$  je spotřeba materiálu a energie,  $SL$  jsou služby. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.16.

**Tab. 3.16 Plán výkonové spotřeby (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výkonová spotřeba	4 320 216	4 084 406	4 111 518	4 239 171	4 452 314	4 755 120
Spotřeba materiálu a energie	366 356	346 359	348 658	359 483	377 558	403 236
Služby	3 953 860	3 738 046	3 762 859	3 879 687	4 074 756	4 351 884

*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Plán přidané hodnoty**

Přidaná hodnota je vypočtena rozdílem výkonů a výkonové spotřeby. Výkony představují výnosy podniku a výkonová spotřeba představuje náklady podniku. Vypočtené hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.17.

**Tab. 3.17 Plán přidané hodnoty (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Výkony	5 345 670	5 053 888	5 087 435	5 245 388	5 509 123	5 883 804
Výkonová spotřeba	4 320 216	4 084 406	4 111 518	4 239 171	4 452 314	4 755 120
Přidaná hodnota	<b>1 025 454</b>	<b>969 482</b>	<b>975 917</b>	<b>1 006 217</b>	<b>1 056 809</b>	<b>1 128 684</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Plán osobních nákladů**

Osobní náklady jsou náklady podniku související se zaměstnáváním zaměstnanců. Osobní náklady jsou vypočteny součtem mzdových nákladů, nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociálních nákladů. Vstupní údaje jsou uvedeny v Tab. 3.18 včetně způsobu výpočtu.

**Tab. 3.18 Vstupní data pro odhad osobních nákladů**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Osobní náklady		součet položek	1 + 2 + 3
1. Mzdové náklady	7,9 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{MN_t}{T_t}$
2. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	34 % ze mzdových nákladů	součin mzdových nákladů a 34 %	$0,34 \cdot MN_t$
3. Sociální náklady	0,03 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{SN_t}{T_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $MN$  jsou mzdové náklady,  $SN$  jsou sociální náklady. Vypočtené údaje jsou v Tab. 3.19.

**Tab. 3.19 Plán osobních nákladů (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Osobní náklady	<b>571 329</b>	<b>540 144</b>	<b>543 730</b>	<b>560 611</b>	<b>588 798</b>	<b>628 843</b>
Mzdové náklady	424 923	401 729	404 396	416 952	437 916	467 699
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	144 474	136 588	137 495	141 764	148 891	159 018
Sociální náklady	1 932	1 827	1 839	1 896	1 991	2 127

*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Plán odpisů**

Odpisy vyjadřují opotřebení majetku a jsou vypočteny z rozvahy z dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Je vypočten průměrný podíl odpisů na dlouhodobém majetku ve výši 7,6 % z minulých let. O hodnotu 7,6 % se pro období 2011 až 2016 zvyšuje hodnota odpisů oproti předcházejícímu roku. Z dlouhodobého hmotného majetku pro případ



výpočtu odpisů odečten pozemek, který se neodepisuje. Konkrétní hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.18.

**Tab. 3.20 Plán odpisů (v tis. Kč)**

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Dlouhodobý nehmotný majetek	102	1 187	735	235	55
Dlouhodobý hmotný majetek	112 359	102 930	95 706	150 028	134 428
DM celkem	112 461	104 117	96 441	150 263	134 483
Podíl odpisů na DM celkem	7,34%	8,84%	12,08%	9,98%	10,56%
Průměr	9,76%				

*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Plán ostatních nákladových a výnosových položek***

*Daně a poplatky* patří mezi nákladové položky a jsou vypočteny váženým průměrným podílem na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb ve výši 0,05 %.

*Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu* jsou vypočteny váženým průměrným podílem na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb ve výši 0,3 %.

*Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu* je dána součtem zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a prodaného materiálu. V Tab. 3.21 jsou vstupní data pro výpočet zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.

**Tab. 3.21 Vstupní data pro odhad zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
ZC prodaného dlouhodobého majetku a materiálu		součet položek	1 + 2
1. ZC prodaného dlouhodobého majetku	51,5 % z ZC DM	součin VAP podílu na ZC DM a TMaj	$\left(\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZC DM_{aj_t}}{ZC DM_t}\right) \cdot TMaj,$
2. Prodaný materiál	48,5 % z ZC DM	součin VAP podílu na ZC DM a TMat	$\left(\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZC DM_{at_t}}{ZC DM_t}\right) \cdot TMat,$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde *ZC DM* je zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, *ZC DMaj* je zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, *TMaj* jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku, *ZC Mat* je zůstatková cena prodaného materiálu, *TMat* jsou tržby z prodeje materiálu.

*Změna stavu rezerva a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období* se určí váženým průměrným podílem na tržbách za vlastní výrobky a služby ve výši 0,22 %.

*Ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady* jsou vypočteny průměrným tempem růstu z minulých let. Tempo růstu provozních výnosů je - 4 % a tempo růstu provozních nákladů je - 31,1 %.

*Výnosové úroky* jsou vypočteny průměrným váženým podílem na účtech v bance a *nákladové úroky* jsou určeny podle průměrného tempa růstu z minulých let.

*Ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady* jsou vypočteny podle průměrného tempa růstu z minulých let, přičemž dochází k jejich meziročnímu poklesu.

*Mimořádné výnosy a mimořádné náklady* nejsou společnosti plánován, neboť se nevyskytují v minulých letech, jejich výše se tedy předpokládá nulová. V Tab. 3.22 jsou uvedeny výnosy a náklady podle scénáře PWC.

**Tab. 3.22 Výnosy a náklady podle scénáře PWC**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ostatní provozní výnosy	22 441	21 533	20 661	19 825	19 023	18 254
Ostatní provozní náklady	29 350	20 216	13 924	9 591	6 606	4 550
Výnosové úroky	13 095	12 386	12 468	12 855	13 502	14 420
Nákladové úroky	4 246	5 738	7 754	10 479	14 160	19 136
Ostatní finanční výnosy	23 021	17 025	12 591	9 312	6 887	5 093
Ostatní finanční náklady	43 219	36 068	30 101	25 120	20 964	17 495

*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Plán výsledků hospodaření***

*Provozní výsledek hospodaření* klesá v roce 2012 kvůli snížené hodnotě tržeb za vlastní výrobky a služby způsobené poklesem tempa růstu HDP, po následující období je rostoucí.

*Finanční výsledek hospodaření* je záporný po celé plánovací období, neboť nákladové položky převyšují výnosové položky, jak tomu bylo i předcházející období.

*Výsledek hospodaření před zdaněním* je vypočten součtem provozního výsledku hospodaření a finančního výsledku hospodaření.

*Daň z příjmů splatná* je vypočtena z výsledku hospodaření před zdaněním vynásobeného 19 %, jakožto sazbou daně z příjmů.

*Odložená daň z příjmů* je vypočtena váženým průměrným podílem na splatné dani ve výši 0,03 %. *Daň z příjmů za běžnou činnost* je pak vyjádřena součtem splatné daně z příjmů a odložené daně z příjmů.

*Výsledek hospodaření za účetní období* se vypočte jako rozdíl výsledku hospodaření před zdaněním a daní z příjmů. V tab. 3.23 jsou uvedeny konkrétní hodnoty výsledků hospodaření.

**Tab. 3.23 Plány výsledků hospodaření (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	428 867	413 603	422 099	439 078	463 589	496 482
Finanční výsledek hospodaření	-11 349	-12 395	-12 795	-13 432	-14 736	-17 118
Hospodářský výsledek před zdaněním	417 518	401 208	409 304	425 646	448 853	479 364
Daň z příjmů za běžnou činnost	79 586	76 477	78 021	81 136	85 559	91 375
Výsledek hospodaření za účetní období	<b>338 190</b>	<b>324 979</b>	<b>331 536</b>	<b>344 774</b>	<b>363 571</b>	<b>388 285</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### 3.4.3 Dlouhodobý finanční plán rozvahy podle scénáře PWC

Dlouhodobý finanční plán rozvahy je stejně jako výkaz zisků a ztráty sestaven pro následující období 2011 až 2016.

#### *Plán dlouhodobého majetku*

*Dlouhodobý nehmotný majetek* má společnost pouze v podobě softwaru. Společnost plánuje v roce 2011 investici do softwaru ve výši 500 tis. Kč, proto je položka v roce 2011 navýšena o tuto hodnotu. Software je potřeba neustále aktualizovat, proto se pro následující roky bude předpokládat navýšení o tempa růstu o 3 %.

*Dlouhodobý hmotný majetek* je součtem jednotlivých položek. Mezi tyto položky patří pozemky, stavby, samostatné movité věci a soubory movitých věcí, jiný dlouhodobý nehmotný majetek, nedokončený dlouhodobý majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek, oceňovací rozdíl k nabytému majetku. V roce 2009 proběhla investice do pozemků. Hodnota pozemků pro celé plánované období je stanovena konstantní ve výši 57 414 tis. Kč a je vypočtena průměrem za rok 2009 a 2010. Výše staveb se meziročně snižuje o hodnotu ročních odpisů ze staveb. Samostatné movité věci byly vypočteny stejným způsobem jako výše staveb s tím, že se taktéž předpokládá klesající trend. Nedokončený dlouhodobý majetek se určí jako průměr meziročních změn od roku 2008 do roku 2010. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku je snižován každý rok o položku 12 704 tis. Kč, v roce 2012 je tato položka již nulová.

*Dlouhodobý finanční majetek* je naplánován ve výši 15 000 tis. Kč konstantně pro celé plánovací období, tato částka je stejná jako v předchozím období. V Tab. 3.24 jsou uvedeny konkrétní hodnoty dlouhodobého majetku.

**Tab. 3.24 Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý nehmotný majetek	555	572	589	606	625	643
Dlouhodobý hmotný majetek	175 984	166 437	163 670	160 974	158 347	155 787
Dlouhodobý finanční majetek	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>191 539</b>	<b>182 009</b>	<b>179 259</b>	<b>176 581</b>	<b>173 972</b>	<b>171 430</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Plán oběžných aktiv***

*Oběžná aktiva* jsou součtem zásob, dlouhodobých pohledávek, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. V Tab. 3.25 jsou uvedeny vstupní údaje a způsoby výpočtu jednotlivých položek zásob.

**Tab. 3.25 Vstupní údaje pro odhad zásob**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Zásoby	2,5% z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{Z_t}{T_t}$
Materiál	11,8 % ze zásob	VAP podílu na zásobách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{Mat_t}{Z_t}$
Nedokončená výroba a polotovary	88,2 % ze zásob	VAP podílu na zásobách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{NV_t}{Z_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $Z$  jsou zásoby,  $Mat$  je materiál,  $NV$  je nedokončená výroba a polotovary.

*Dlouhodobé pohledávky* jsou vypočteny váženým průměrným podílem na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb ve výši 5,3 %.

*Krátkodobé pohledávky* zahrnují pohledávky z obchodních vztahů, pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení, daňové pohledávky, krátkodobé zálohy, dohadné účty aktivní a jiné pohledávky. V Tab. 3.26 jsou uvedeny vstupní údaje a způsoby výpočtu jednotlivých položek krátkodobých pohledávek.

**Tab. 3.26 Vstupní údaje pro odhad krátkodobých pohledávek**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Krátkodobé pohledávky	29,6% z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{KP_t}{T_t}$
Pohledávky z obchodních vztahů	84,2 % z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{PO_t}{KP_t}$
Pohledávky za společníky	1,3% z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{PS_t}{KP_t}$
Daňové pohledávky	3,3% z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{DP_t}{KP_t}$
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2,1 % z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{KPZ_t}{KP_t}$
Dohadné účty aktivní	5,5 % z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{DUA_t}{KP_t}$
Jiné pohledávky	3,5 % z krátkodobých pohledávek	VAP podílu na krátkodobých pohledávkách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{JP_t}{KP_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $KP$  jsou krátkodobé pohledávky,  $PO$  jsou pohledávky z obchodních vztahů,  $PS$  jsou pohledávky za společníky, členy družstva a za společníky sdružení,  $DP$  jsou daňové pohledávky,  $KPZ$  jsou krátkodobé poskytnuté zálohy,  $DUA$  jsou dohadné účty aktivní a  $JP$  jsou jiné pohledávky.

*Krátkodobý finanční majetek* zahrnuje peníze v pokladně a peníze na bankovních účtech. Vstupní údaje a způsoby výpočtu jednotlivých položek krátkodobého finančního majetku jsou uvedeny v Tab. 3.27.

**Tab. 3.27 Vstupní údaje pro odhad krátkodobého finančního majetku**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Krátkodobý finanční majetek	19,7 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{KFM_t}{T_t}$
Peníze v pokladně	0,18 % z krátkodobého finančního majetku	VAP podílu na krátkodobém finančním majetku	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{PP_t}{KFM_t}$
Účty v bankách	98,81 % z krátkodobého finančního majetku	VAP podílu na krátkodobém finančním majetku	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{UB_t}{KFM_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $KFM$  je krátkodobý finanční majetek,  $PP$  jsou peníze v pokladně a  $UB$  jsou účty v bankách. V Tab. 3.28 jsou konkrétní údaje plánu oběžných aktiv.

**Tab. 3.28 Plán oběžných aktiv (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	134 712	127 359	128 204	132 185	138 831	148 273
Dlouhodobé pohledávky	285 894	270 289	272 083	280 531	294 636	314 674
Krátkodobé pohledávky	1 585 868	1 499 307	1 509 259	1 556 118	1 634 359	1 745 513
Krátkodobý finanční majetek	1 154 862	1 097 758	1 144 902	1 167 313	1 173 160	1 205 524
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 161 337</b>	<b>2 994 713</b>	<b>3 054 449</b>	<b>3 136 147</b>	<b>3 240 986</b>	<b>3 413 984</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Plán časového rozlišení aktiv***

Hodnota časového rozlišení v minulých letech hodně kolísala, tento trend pokračuje i pro následující období. *Náklady příštích období* jsou vypočteny průměrným váženým podílem na celkové hodnotě časového rozlišení aktiv ve výši 81,7 %. *Příjmy příštích období* jsou vypočteny také průměrným váženým podílem na celkové hodnotě časového rozlišení aktiv ve výši 18,3 %.

### ***Plán vlastního kapitálu***

Vlastní kapitál tvoří základní kapitál, kapitálové fondy, rezervní fondy, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření za účetní období.

*Základní kapitál* byl v minulém období na konstantní výši 205 000 tis. Kč, proto tato částka zůstane zachována i pro další plánovací období.

*Kapitálové fondy* byly taktéž v minulém období na konstantní výši 27 150 tis. Kč a i tato částka zůstane zachována pro plánovací období 2011 až 2016.

*Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku* byly v minulém období na konstantní výši 41 000 tis. Kč, proto tato částka zůstane stejná pro další plánovací období.

*Výsledek hospodaření minulých let* se vypočte tak, že od nerozděleného zisku z minulého období se odečtou vyplacené dividendy a přičte se výsledek hospodaření za účetní období taktéž z minulého období. Společnost vyplácela dividendy, takže vyplácení dividend je naplánováno i další období. V Tab. 3.22 jsou uvedeny konkrétní hodnoty plánu vlastního kapitálu.

**Tab. 3.29 Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Základní kapitál	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000
Kapitálové fondy	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150
Rezervní fondy	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000
Výsledek hospodaření minulých let	176 981	165 171	190 149	171 686	116 459	90 030
Výsledek hospodaření za účetní období	338 190	324 979	331 536	344 774	363 571	388 285
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>761 171</b>	<b>736 149</b>	<b>767 686</b>	<b>762 459</b>	<b>726 030</b>	<b>724 314</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### ***Plán cizích zdrojů***

Cizí zdroje jsou tvořeny dlouhodobými závazky a krátkodobými závazky. Společnost netvořila v minulém období rezervy, tudíž tato položka je nulová.

*Dlouhodobé závazky* zahrnují dlouhodobé závazky z obchodních vztahů a odložený daňový závazek. Vstupní údaje a způsoby výpočtu jednotlivých položek dlouhodobých závazků jsou uvedeny v Tab. 3.30.

**Tab. 3.30 Vstupní údaje pro odhad dlouhodobých závazků**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Dlouhodobé závazky	9,2 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{DZ_t}{T_t}$
Závazky z obchodních vztahů	99,5% z dlouhodobých závazků	VAP podílu na dlouhodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZO_t}{DZ_t}$
Odložený daňový závazek	0,5 % z dlouhodobých závazků	VAP podílu na dlouhodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ODZ_t}{DZ_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde *DZ* jsou dlouhodobé závazky, *ZO* jsou závazky z obchodních vztahů a *ODZ* je odložený daňový závazek.

*Krátkodobé závazky* zahrnují závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního pojištění a zdravotního pojištění, daňové závazky, krátkodobé přijaté zálohy, dohadné účty pasivní a jiné závazky. V Tab. 3.31 jsou uvedeny vstupní údaje a způsoby výpočtu jednotlivých položek krátkodobých závazků.

**Tab. 3.31 Vstupní údaje pro odhad krátkodobých závazků**

Položka	Výše	Způsob výpočtu	Výpočet
Krátkodobé závazky	39,6 % z tržeb	VAP podílu na tržbách	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{KZ_t}{T_t}$
Závazky z obchodních vztahů	36,4 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZO_t}{KZ_t}$
Závazky ke společníkům	4,1 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZS_t}{KZ_t}$
Závazky k zaměstnancům	2,4 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZM_t}{KZ_t}$
Závazky ze soc. a zdrav. pojištění	0,38 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{ZSZ_t}{KZ_t}$
Daňové závazky	0,12 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{DZ_t}{KZ_t}$
Krátkodobé přijaté zálohy	4 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{KPZ_t}{KZ_t}$
Dohadné účty pasivní	51,7 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{DUP_t}{KZ_t}$
Jiné závazky	0,82 % z krátkodobých závazků	VAP podílu na krátkodobých závazcích	$\frac{1}{n} \cdot \sum w_i \cdot \frac{JZ_t}{KZ_t}$

*Zdroj: vlastní zpracování*

kde  $KZ$  jsou krátkodobé závazky,  $ZO$  jsou závazky z obchodních vztahů,  $ZS$  jsou závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení,  $ZM$  jsou závazky k zaměstnancům,  $ZSZ$  závazky ze sociálního a zdravotního pojištění,  $DZ$  jsou daňové závazky,  $KPZ$  jsou krátkodobé přijaté zálohy,  $DUP$  jsou dohadné účty pasivní,  $JZ$  jsou jiné závazky.

Společnost měla bankovní úvěry a výpomoci pouze v letech 2008 až 2009, proto společnost nebude ani v následujících letech zatížena úvěry. V Tab. 3.32 jsou konkrétní hodnoty plánu cizích zdrojů.

**Tab. 3.32 Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)**

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobé závazky	454 500	669 196	587 170	546 458	485 073	454 500
Krátkodobé závazky	2 333 620	2 540 754	2 620 621	2 309 895	2 053 679	2 333 620
Cizí zdroje	<b>2 846 547</b>	<b>3 586 039</b>	<b>3 229 517</b>	<b>2 860 499</b>	<b>2 538 752</b>	<b>2 846 547</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

### **Časové rozlišení**

Hodnota časového rozlišení v minulých letech kolísala, proto tento trend bude následovat i pro další období. *Výdaje příštích období* jsou vypočteny váženým průměrným podílem na časovém rozlišení ve výši 26,5 %. *Výnosy příštích období* jsou vypočteny taktéž váženým průměrným podílem na časovém rozlišení ve výši 73,5 %.



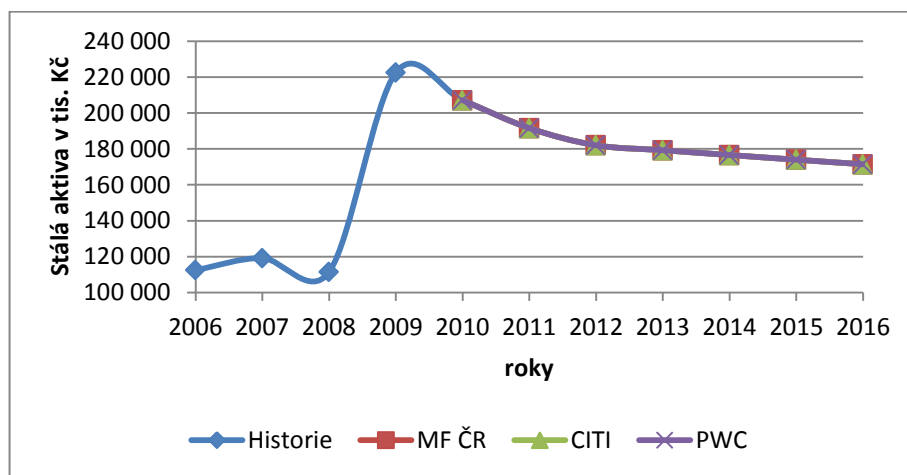
### 3.4.4 Srovnání finančních plánů podle scénářů vybraných institucí

Srovnání jednotlivých plánů je zpracováno do grafů a následně popsáno. Budou srovnány položky aktiv a pasiv z rozvahy, ale také položky cizích a vlastních zdrojů z výkazů zisků a ztráty. Na závěr budou znázorněny výsledky finanční analýzy z plánových výkazů.

#### *Porovnání aktiv podle scénářů vybraných institucí*

V Grafu 3.11 jsou uvedeny hodnoty stálých aktiv podle jednotlivých scénářů vývoje HDP i včetně historie od roku 2006 do roku 2010.

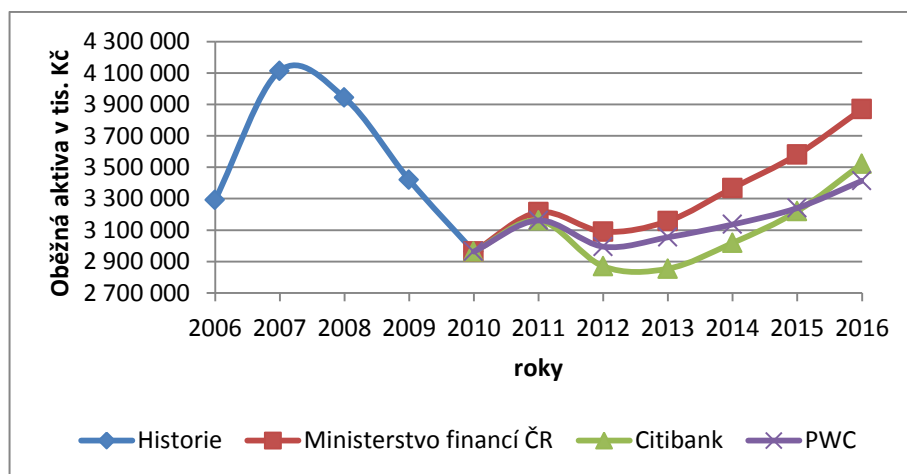
Graf 3.11 Stálá aktiva podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)



*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota stálých aktiv výrazně stoupla v roce 2009, kdy byly provedeny investice do pozemků a staveb. Hodnota stálých aktiv je naplánovaná pro všechny tři scénáře stejně. V Grafu 3.12 jsou znázorněna oběžná aktiva podle jednotlivých scénářů, přičemž je zde porovnání s historií od roku 2006 do roku 2010.

Graf 3.12 Oběžná aktiva podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)



*Zdroj: vlastní zpracování*

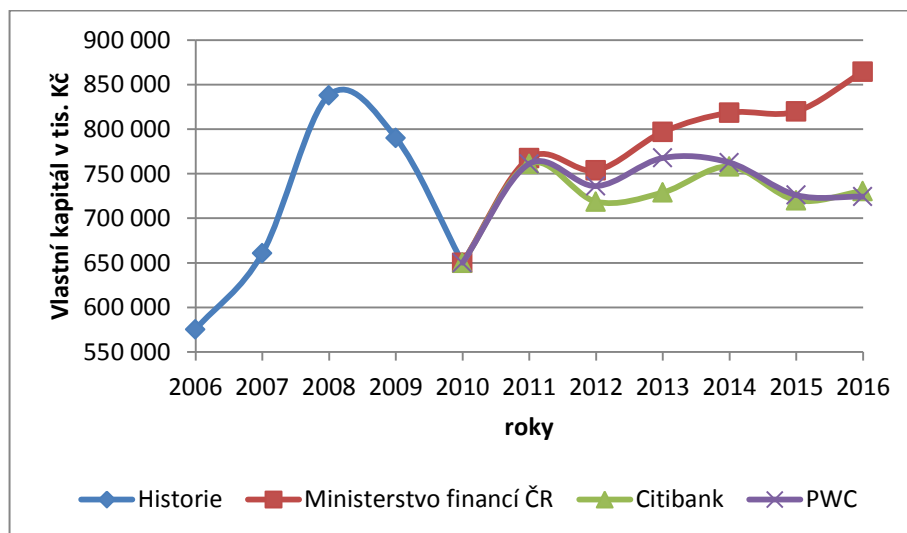
Hodnota oběžných aktiv v minulosti kolísala, v následujícím období jsou naplánované hodnoty oběžných aktiv rostoucí pro všechny verze plánů. Nejlepší prognózou při stanovení výše oběžných aktiv je podle prognózy HDP Ministerstva financí České republiky, uprostřed je prognóza podle PWC a nejnižší hodnota oběžných aktiv je podle prognózy HDP podle Citibank.

### ***Porovnání pasiv podle scénářů vybraných institucí***

V Grafu 3.13 jsou uvedeny výsledky vlastního kapitálu pro jednotlivé scénáře vývoje HDP, ale také i historické hodnoty od roku 2006 do roku 2010.

Hodnota vlastního kapitálu klesala v roce 2010 kvůli vysokému vyplácení dividend. Hodnoty podle prognózy HDP podle Ministerstva financí ČR jsou nejvyšší, hodnoty podle prognózy HDP podle Citibank a podle prognózy HDP podle PWC jsou na podobné úrovni.

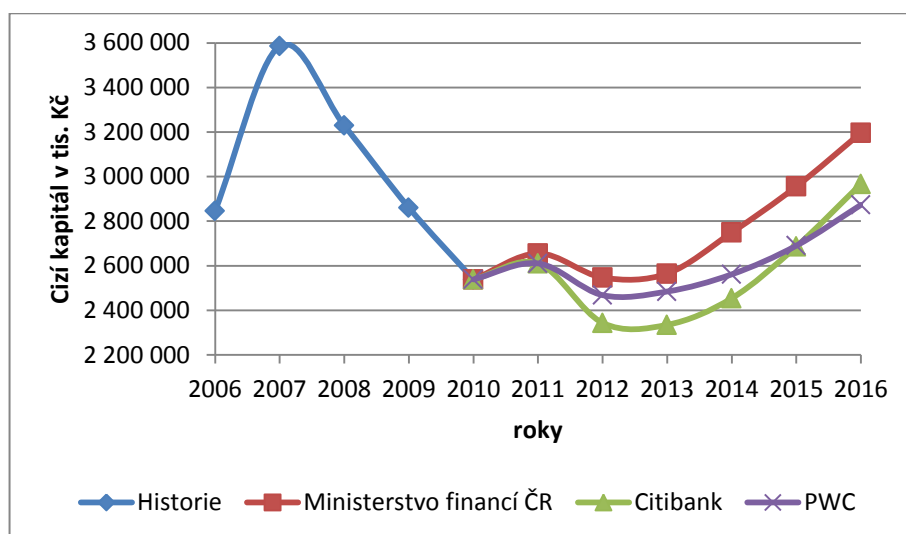
**Graf 3.13 Vlastní kapitál podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

V Grafu 3.14 jsou uvedeny výsledky cizího kapitálu podle jednotlivých scénářů, včetně historie.

**Graf 3.14 Cizí kapitál podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)**



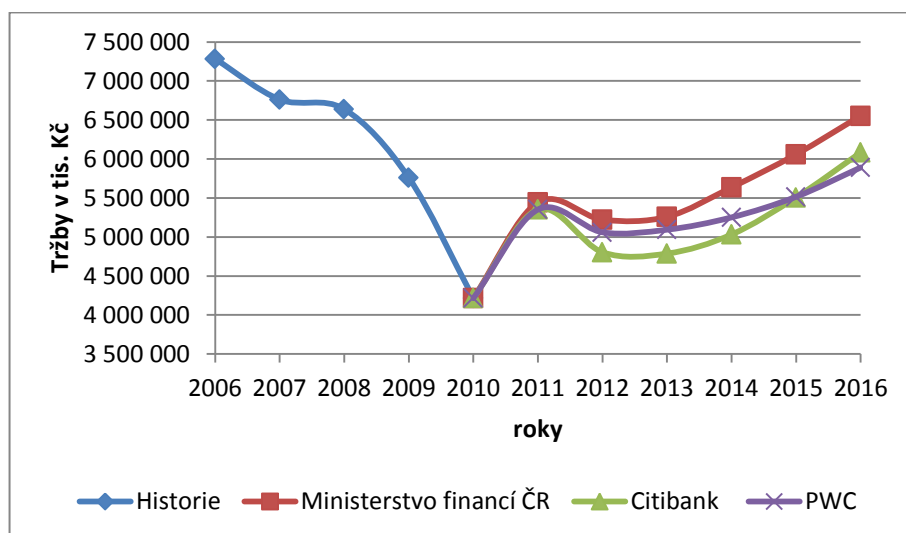
*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota cizích zdrojů byla rostoucí do roku 2007, pak začala klesat až do roku 2010. V následujících letech se předpokládá podle všech prognóz tempa růstu hrubého domácího produktu podle institucí růst hodnot. Nejvyšší hodnoty bude opět dosahovat prognóza vývoje HDP podle Ministerstva financí ČR.

### ***Porovnání VZZ podle scénářů vybraných institucí***

V Grafu 3.15 jsou uvedeny hodnoty tržeb podle jednotlivých scénářů vývoje HDP včetně historie od roku 2006 do roku 2010.

**Graf 3.15 Tržby podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)**

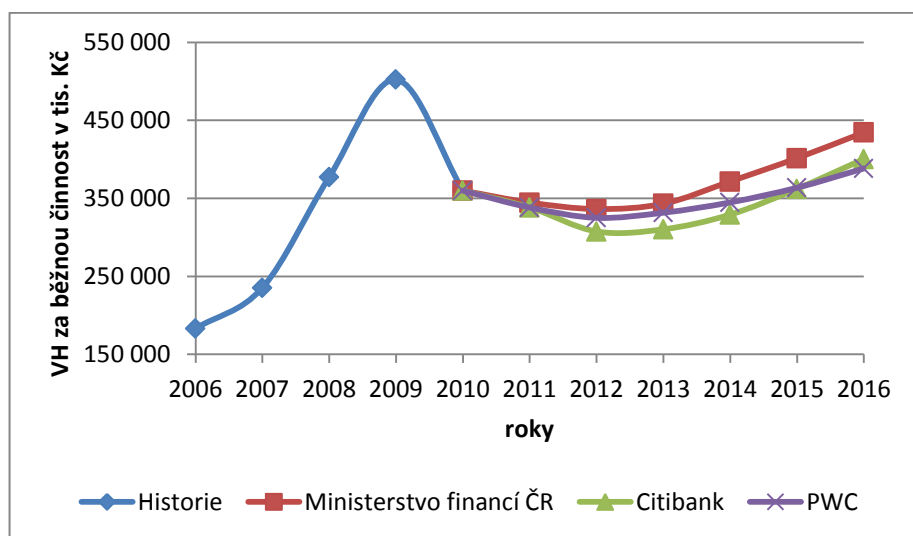


*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota tržeb byla klesající až do roku 2010, přičemž největší propad byl v roce 2009. Plánované hodnoty tržeb byly vypočteny, jak již bylo řečeno, dvoufaktorovým regresním modelem kombinací tempa růstu hrubého domácího produktu a počti stavebních povolení. Od roku 2012 dochází k růstu tržeb, největší růstu dosahuje podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle Ministerstva financí ČR.

V Grafu 3.16 je uveden výsledek hospodaření po zdanění podle jednotlivých scénářů prognózy HPD včetně historických údajů od roku 2006 do roku 2010.

**Graf 3.16 Výsledek hospodaření za běžnou činnost podle scénářů vybraných institucí (v tis. Kč)**



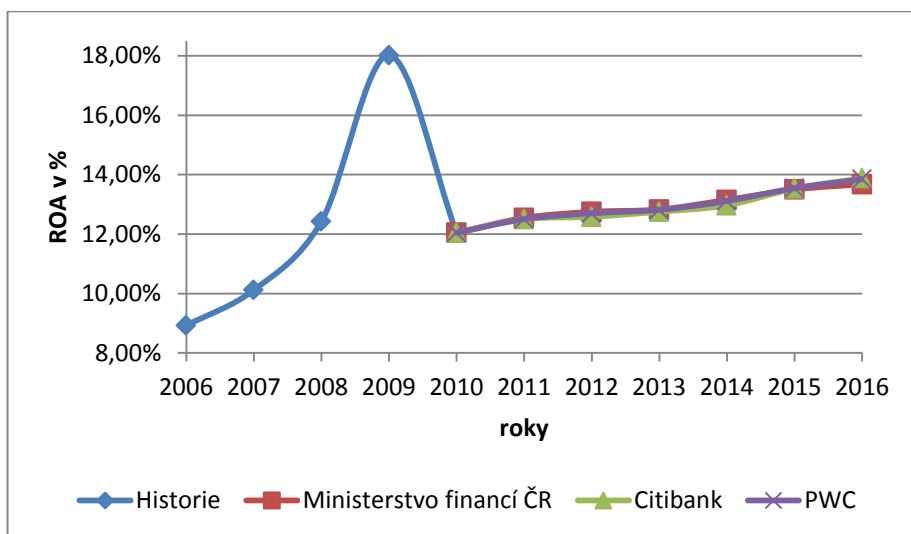
*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota výsledku hospodaření za běžnou činnost byla rostoucí až do roku 2009, pak následoval propad v roce 2010. Výsledek hospodaření byl naplánován rostoucí pro všechny scénáře. Nejvyšší hodnoty dosahuje opět hodnota podle prognózy HDP podle Ministerstva financí ČR, následuje hodnota podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle PWC a nejnižší hodnota je podle prognózy HDP podle Citibank.

#### ***Porovnání ukazatelů rentability podle scénářů vybraných institucí***

V Grafu 3.17 je uveden ukazatel rentability aktiv (ROA) podle jednotlivých scénářů, včetně historie ukazatele od roku 2006 do roku 2010.

**Graf 3.17 Ukazatel rentability aktiv podle scénářů vybraných institucí (v %)**



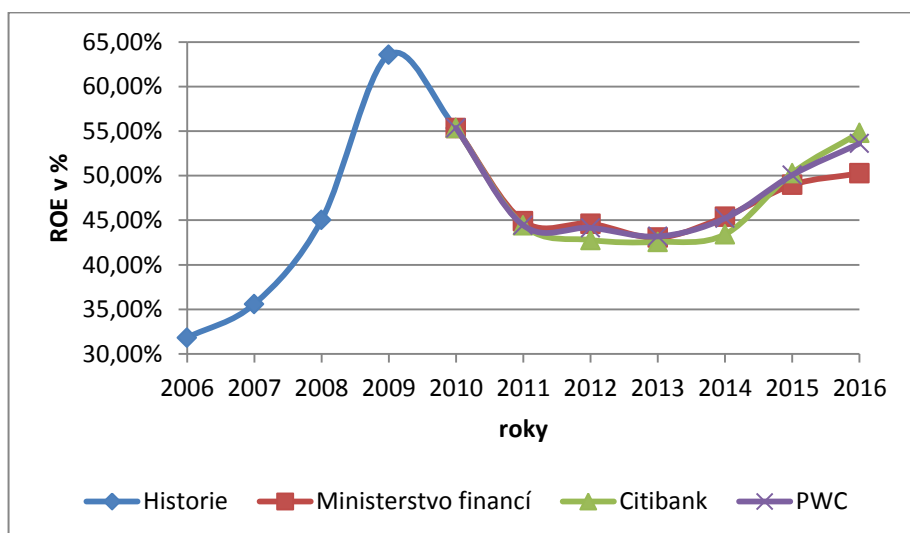
*Zdroj: vlastní zpracování*

Největší hodnoty nabýval ukazatel rentability aktiv v roce 2009, od té doby byl klesající. Naplánována je hodnota podle jednotlivých prognóz tempa růstu hrubého domácího produktu. Hodnoty podle jednotlivých scénářů jsou velmi podobné, což je vidět z grafu 3.17.

V Grafu 3.18 je uveden ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) podle jednotlivých scénářů, včetně historie ukazatele od roku 2006 do roku 2010.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu byl nejvyšší v roce 2009 z důvodu vyššího zisku po zdanění a nižší hodnoty vlastního kapitálu. Nejvyšší hodnoty dosahuje ukazatel podle scénáře Citibank. Nejnižší hodnoty dosahuje ukazatel podle scénáře tempa růstu HDP podle Ministerstva financí České republiky.

**Graf 3.18 Ukazatel rentability vlastního kapitálu podle scénářů vybraných institucí (v %)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4 APLIKACE VYBRANÝCH METOD PRO OCENĚNÍ

V rámci této kapitoly bude vypočtena hodnota vlastního kapitálu použitím metody kapitalizovaných zisků v analytické a paušální verzi a dvoufázové metody DCF – Equity, přičemž hodnota první fáze bude trvat 5 let a druhá fáze začíná rokem 2016 a bude trvat do nekonečna. Hodnota vlastního kapitálu bude zjištěna k 1. 1. 2011.

Nejdříve je nutno si vypočíst náklady kapitálu pro všechny verze plánu, kterým bude věnována následující podkapitola.

### 4.1 Výpočet nákladů kapitálu

Náklady kapitálu jsou vypočteny podle stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu.

Postup výpočtu nákladů kapitálu je následující:

1. náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy se vypočítají součtem rizikových přírážek,
2. následuje výpočet nákladů celkového kapitálu zadlužené firmy,
3. poslední krokem je vypočtení nákladů vlastního kapitálu.

Náklady vlastního kapitálu včetně nákladů celkového kapitálu jsou uvedeny pro jednotlivé verze finančních plánů v Tab. 4.1, 4.2, 4.3. V Přílohách č. 9 až 11 jsou uvedeny výpočty rizikových přírážek.

Tab. 4.1 Náklady kapitálu podle scénáře MF ČR (v %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bezriziková sazba $R_F$	3,70	3,70	3,90	4,20	4,20	4,20
Riziková přírážka $R_{LA}$	2,96	3,00	2,89	2,83	2,83	2,71
Riziková přírážka $R_{PO}$	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53
Riziková přírážka $R_{stab}$	4,52	4,49	4,30	4,36	4,51	4,52
Riziková přírážka $R_{finstru}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$WACC_U$	13,71	13,72	13,61	13,92	14,07	13,96
$WACC_L$	13,71	13,72	13,61	13,92	14,07	13,96
$R_E$	13,71	13,72	13,61	13,92	14,07	13,96

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Tab. 4.2 Náklady kapitálu podle scénáře Citibank (v %)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bezriziková sazba $R_F$	3,70	3,70	3,90	4,20	4,20	4,20
Riziková přírážka $R_{LA}$	2,98	3,09	3,07	2,99	3,09	3,06
Riziková přírážka $R_{PO}$	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53
Riziková přírážka $R_{stab}$	4,51	4,37	4,39	4,31	4,65	4,78
Riziková přírážka $R_{finstru}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$WACC_U$	13,72	13,69	13,88	14,03	14,47	14,57
$WACC_L$	13,72	13,69	13,88	14,03	14,47	14,57
$R_E$	13,72	13,69	13,88	14,03	14,47	14,57

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Tab. 4.3 Náklady kapitálu podle scénáře PWC (v %)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bezriziková sazba $R_F$	3,70	3,70	3,90	4,20	4,20	4,20
Riziková přírážka $R_{LA}$	2,98	3,05	2,96	2,98	3,07	3,08
Riziková přírážka $R_{PO}$	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53
Riziková přírážka $R_{stab}$	4,51	4,49	4,31	4,37	4,58	4,77
Riziková přírážka $R_{finstru}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$WACC_U$	13,72	13,76	13,70	14,07	14,39	14,58
$WACC_L$	13,72	13,76	13,70	14,07	14,39	14,58
$R_E$	13,72	13,76	13,70	14,07	14,39	14,58

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Bezriziková sazba ( $R_F$ )** je podle prognózy Ministerstva financí ČR stanovena do roku 2014, pro další období se předpokládá stejná úroveň bezrizikové sazby.

**Riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ )** pro všechny tři verze plánů je vypočtena podle vzorce (2.22), neboť hodnota úplatných zdrojů je menší než 100 mil. Kč a zároveň menší než 3 mld. Kč. Hodnoty rizikové přírážky pro prognózu Ministerstva financí ČR jsou vyčísleny od 2,71 % do 2,96 %, hodnoty pro prognózu Citibank jsou v rozmezí od 2,98 % do 3,09% a pro prognózu PWC od 2,96 % do 3,08 %.

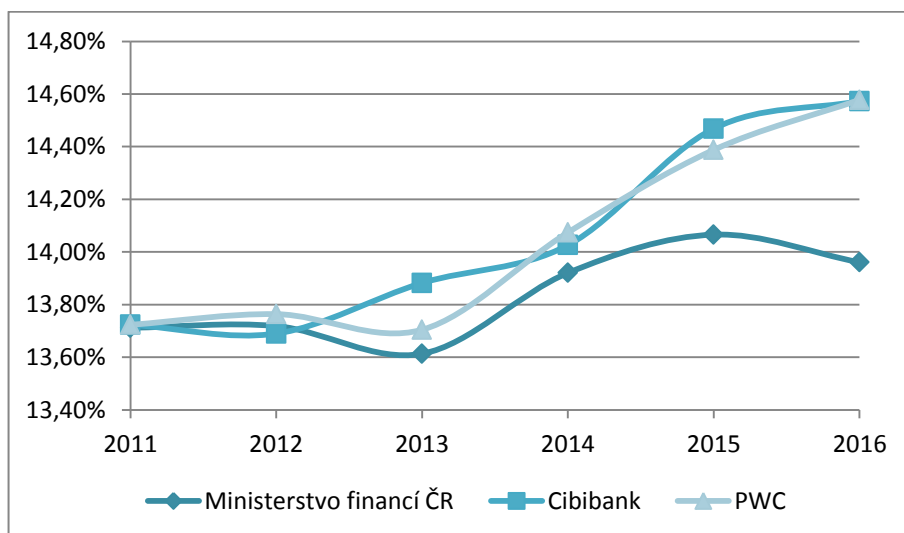
**Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku ( $R_{PO}$ )** je pro všechny verze stejná a je zjištěna podle vzorce (2.23), kdy hodnota EBIT /A je větší než hodnota X1, proto se riziková přírážka určí podle minimální hodnoty  $R_{podnikatelské}$  v odvětví, které lze nalézt v Benchmarkingu INFA na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu. Tato minimální hodnota je 2,53 %.

**Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{stab}$ )** se vypočte podle vzorce (2.21), kdy hodnota celkové likvidity je větší než  $X_1$ , která je vyčíslena na 1 a zároveň je celková likvidita menší než  $X_2$ , která je vyčíslena na hodnotu 2,5. Hodnoty pro scénář Ministerstva financí ČR se pohybuje od 4,30 % do 4,52 %, hodnoty pro scénář Citibank jsou v rozmezí od 4,31 % do 4,78 %. Pro prognózu podle PWC jsou hodnoty od 4,31 % do 4,77 %.

**Riziková přírážka za finanční strukturu ( $R_{finstru}$ )** se zjistí rozdílem nákladů celkové kapitálu nezadluženého podniku s nákladem vlastního kapitálu. Hodnota je vyčíslena na 0 %.

Vzhledem k tomu, že podnik nemá naplánované žádné úvěry a tudíž se úplatné zdroje rovnají vlastnímu kapitálu, je podnik nezadlužený. Proto náklady celkového kapitálu nezadluženého podniku se rovnají nákladům celkového kapitálu zadluženého podniku a hodnota vlastního kapitálu odpovídá hodnotě celkovým nákladům nezadluženého podniku. V Grafu 4.1 je znázorněn vývoj nákladů kapitálu ve sledovaném období.

Graf 4.1 Náklady vlastního kapitálu pro všechny scénáře



Zdroj: vlastní zpracování

## 4.2 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF – Equity

Ocenění metodou DCF – Equity se oceňuje hodnota firmy jakou má pro vlastníky. Hodnota je vypočtena dvoufázovou metodou, přičemž první fáze trvá od roku 2011 do roku 2015 a druhá fáze začíná rokem 2016 a pokračuje do nekonečna.

K výpočtu této metody je zapotřebí nejdříve vyčíslit hodnotu peněžních toků pro vlastníky  $FCFE$ , které se vypočítají podle vzorce (2.29). Konkrétní údaje výpočtu peněžních toků pro vlastníky jsou uvedeny v Tab. 4.4, 4.5 a 4.6.



**Tab. 4.4 Výpočet FCFE pro scénář MF ČR (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čistý zisk	+	344 555	336 254	343 037	371 603	401 491	434 481
Odpisy	+	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Δ ČPK	-	149 363	-35 346	52 291	60 978	45 388	93 341
INV	-	500	0	0	0	0	0
Δ S	+	0	0	0	0	0	0
FCFE		206 322	382 299	301 178	320 794	366 017	350 807

*Zdroj: vlastní zpracování*

**Tab. 4.5 Výpočet FCFE pro scénář Citibank (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čistý zisk	+	338 195	307 466	310 267	329 133	362 198	400 395
Odpisy	+	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Δ ČPK	-	133 283	-75 116	-7 826	66 783	13 796	73 789
INV	-	500	0	0	0	0	0
Δ S	+	0	0	0	0	0	0
FCFE		216 042	393 281	328 525	272 519	358 316	336 272

*Zdroj: vlastní zpracování*

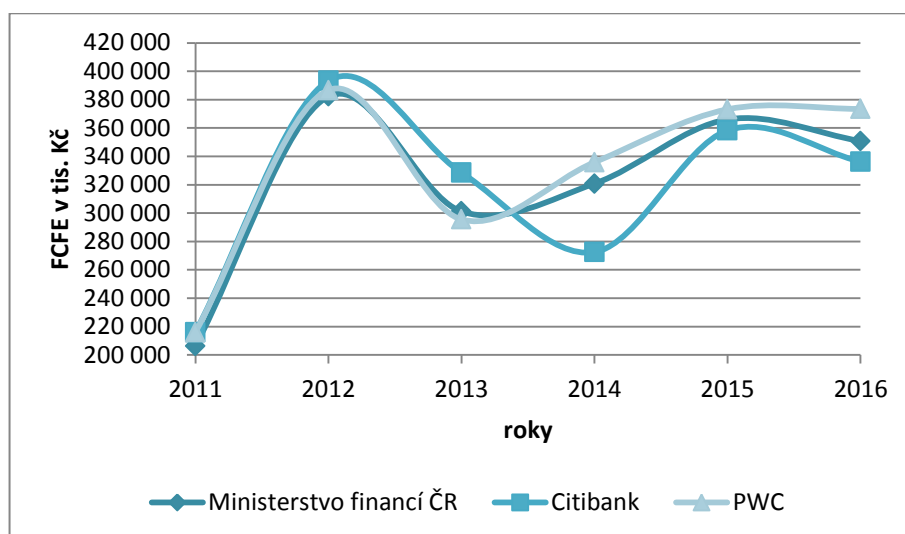
**Tab. 4.6 Výpočet FCFE pro scénář PWC (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Čistý zisk	+	338 190	324 979	331 536	344 774	363 571	388 285
Odpisy	+	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Δ ČPK	-	133 278	-50 991	46 441	19 102	321	24 514
INV	-	500	0	0	0	0	0
Δ S	+	0	0	0	0	0	0
FCFE		216 042	386 669	295 526	335 841	373 165	373 437

*Zdroj: vlastní zpracování*

Volné finanční toky pro vlastníky jsou znázorněny v Grafu 4.2. Z grafu je vidět, že volné finanční toky podle prognózy tempa růstu HDP podle PWC jsou nejvyšší na konci roku 2016. Největší propad volných finančních toků nastal v roce 2014 podle scénáře Citibank.

Graf 4.2 Volné finanční toky pro vlastníky podle jednotlivých scénářů (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Volné finanční toky pro vlastníky jsou následně diskontovány náklady vlastního kapitálu a konkrétní vypočtené hodnoty podniku pomocí této metody jsou uvedeny v následujících tabulkách. V Tab. 4.7 je uvedena hodnota vlastního kapitálu podle scénáře Ministerstva financí České republiky.

Tab. 4.7 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená metodou DCF – Equity podle scénáře MF ČR (v tis. Kč)

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	206 322	382 299	301 178	320 794	366 017	350 807
$R_e$	13,71%	13,72%	13,61%	13,92%	14,07%	13,96%
Diskontní faktor	0,879412	0,773323	0,68066	0,597487	0,676134	
Diskontované FCFE	181 442	295 641	205 000	191 670	247 477	
Hodnota 1. fáze	<b>1 121 229</b>					
Pokračující hodnota	2 512 795					
Hodnota 2. fáze	<b>1 698 986</b>					
Hodnota VK	<b>2 820 215</b>					

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu podniku je vyčíslena na 2 820 215 tis. Kč podle scénáře Ministerstva financí České republiky. V Tab. 4.8 je uvedena hodnota vlastního kapitálu podle scénáře vývoje HDP podle Citibank.

**Tab. 4.8 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená metodou DCF – Equity podle scénáře Citibank (v tis. Kč)**

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	216 042	393 281	328 525	272 519	358 316	336 272
$R_e$	13,72%	13,69%	13,88%	14,03%	14,47%	14,57%
Diskontní faktor	0,879327	0,77344	0,679157	0,595614	0,52033	
Diskontované FCFE	189 971	304 180	223 120	162 316	186 443	
Hodnota 1. fáze	<b>1 066 029</b>					
Pokračující hodnota	2 307 462					
Hodnota 2. fáze	<b>1 200 642</b>					
Hodnota VK	<b>2 266 671</b>					

*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota vlastního kapitálu podniku je vyčíslena na 2 266 671 tis. Kč podle scénáře Citibank. V Tab. 4.9 jsou uvedeny výsledky ocenění metodou DCF – Equity podle scénáře vývoje HDP podle PWC.

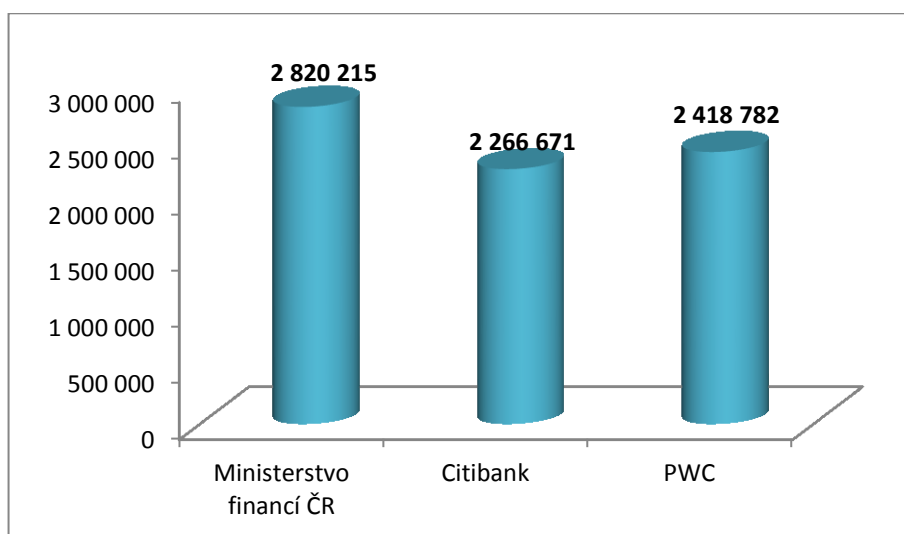
**Tab. 4.9 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená metodou DCF – Equity podle prognózy PWC (v tis. Kč)**

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	216 042	386 669	295 526	335 841	373 165	373 437
$R_e$	13,72%	13,76%	13,70%	14,07%	14,39%	14,58%
Diskontní faktor	0,879326	0,772939	0,679777	0,595908	0,520954	
Diskontované FCFE	189 971	298 872	200 892	200 130	194 402	
Hodnota 1. fáze	<b>1 084 267</b>					
Pokračující hodnota	2 561 675					
Hodnota 2. fáze	<b>1 334 515</b>					
Hodnota VK	<b>2 418 782</b>					

*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota vlastního kapitálu podniku dle PWC je 2 418 782 tis. Kč. Výsledky ocenění metodou DCF – Equity jsou znázorněny graficky v Grafu 4.3. Z grafu je vidět, že nejvyšší hodnota vychází podle prognózy Ministerstva financí České republiky.

**Graf 4.3** Hodnoty vlastního kapitálu vypočtené metodou DCF – Equity pro jednotlivé scénáře



*Zdroj: vlastní zpracování*

### **4.3 Analýza citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle DCF - Equity**

Cílem analýzy citlivosti je zjistit, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku, pokud dojde ke změně jednoho vstupního parametru, při neměnnosti ostatních parametrů. Vzhledem k tomu, že k výpočtu tržeb byl použit dvoufaktorový regresní model s tempem růstu hrubého domácího produktu a počtu stavebních povolení, bude zkoumáno, jak se změní hodnota vlastního kapitálu, pokud se změní tempo růstu hrubého domácího produktu při neměnnosti počtu stavebních povolení. A druhým případem se bude zkoumat, jak se změní hodnota vlastního kapitálu, pokud tempo růstu hrubého domácího produktu zůstane neměnné a změní se pouze počet stavebních povolení. Tato analýza citlivosti bude zkoumána u PWC, neboť svou prognózou tempa růstu hrubého domácího produktu představuje střední předpověď.

#### **4.3.1 Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu v prognózu HDP**

Tempo růstu hrubého domácího produktu se změní o -15 % až 15 % a je zkoumáno, jak citlivě bude reagovat hodnota vlastního kapitálu na tuto změnu. V Tab. 4.10 jsou uvedeny změny tempa růstu hrubého domácího produktu.

**Tab. 4.10 Změny tempa růstu HDP (v %)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
15%	1,96%	0,81%	2,30%	2,76%	3,11%	3,45%
10%	1,87%	0,77%	2,20%	2,64%	2,97%	3,30%
5%	1,79%	0,74%	2,10%	2,52%	2,84%	3,15%
0%	<b>1,70%</b>	<b>0,70%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,40%</b>	<b>2,70%</b>	<b>3,00%</b>
-5%	1,62%	0,67%	1,90%	2,28%	2,57%	2,85%
-10%	1,53%	0,63%	1,80%	2,16%	2,43%	2,70%
-15%	1,45%	0,60%	1,70%	2,04%	2,30%	2,55%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Tab. 4.10 znázorňuje změnu tempa růstu hrubého domácího produktu oproti výchozí předpovědi. Výchozí předpověď se nachází na 0 % a následně je navyšována či snižována o konkrétní procenta uvedené v tabulce. Následující Tab. 4.11 znázorňuje již konkrétně vypočtené tržby a hodnotu vlastního kapitálu podniku dle metody DCF – Equity při změně tempa růstu HDP.

**Tab. 4.11 Hodnota vlastního kapitálu podniku při změně tempa růstu HDP (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	DCF-Equity	Změna
15%	5 410 106	5 142 813	5 248 403	5 496 615	5 867 105	6 367 136	2 571 306	6,31%
10%	5 390 714	5 115 130	5 196 664	5 414 725	5 749 507	6 207 535	2 520 248	4,19%
5%	5 371 322	5 087 461	5 144 993	5 333 030	5 632 330	6 048 722	2 469 407	2,09%
0%	<b>5 351 929</b>	<b>5 059 805</b>	<b>5 093 392</b>	<b>5 251 530</b>	<b>5 515 573</b>	<b>5 890 693</b>	<b>2 418 782</b>	<b>0,00%</b>
-5%	5 332 537	5 032 163	5 041 859	5 170 224	5 399 236	5 733 446	2 368 373	-2,08%
-10%	5 313 144	5 004 534	4 990 396	5 089 113	5 283 318	5 576 978	2 318 179	-4,16%
-15%	5 293 752	4 976 919	4 939 002	5 008 195	5 167 818	5 421 286	2 268 200	-6,23%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota vlastního kapitálu podniku byla přepočítána v závislosti na změně tempa růstu hrubého domácího produktu. Změna u této metody nastala ve výpočtu v obou fázích ocenění podniku. Se změnou tržeb došlo ke změně čistého zisku a tedy k následné změně volných peněžních toků pro vlastníky *FCFE*. Náklady vlastního kapitálu zůstaly neměnné stejně jako diskontní faktor.

Z Tab. 4.11 je vidět, že pokud tempo růstu HDP se zvyšuje např. o 15 %, pak dochází ke zvyšování hodnoty vlastního kapitálu podniku. Naopak pokud dochází k poklesu tempa růstu HDP, pak dochází k poklesu nejen tržeb, ale také k poklesu hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu se pohybuje od 2 268 200 tis. Kč do 2 571 306 tis. Kč, přičemž původní hodnota byla vypočtena na 2 418 782 tis. Kč

#### 4.3.2 Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu počtu stavebních povolení

Počet stavebních povolení se změní stejně jako změna hrubého domácího produktu od -15 % do 15 %. Změna počtu stavebních povolení má za následek změnu hodnoty vlastního kapitálu, přičemž tempo růstu hrubého domácího produktu zůstalo na neměnné úrovni. Změny počtu stavebních povolení jsou uvedeny v Tab. 4.12.

**Tab. 4.12 Změna počtu stavebních povolení**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
15%	116 031	110 714	105 640	100 798	96 179	91 771
10%	110 987	105 900	101 047	96 416	91 997	87 781
5%	105 942	101 086	101 047	92 033	87 815	83 791
0%	<b>100 897</b>	<b>96 273</b>	<b>91 861</b>	<b>87 651</b>	<b>83 634</b>	<b>79 801</b>
-5%	95 852	91 459	87 268	83 268	79 452	75 811
-10%	90 807	86 645	82 675	78 886	75 270	71 821
-15%	85 762	81 832	78 082	74 503	71 089	67 831

*Zdroj: vlastní zpracování*

Stejně jako v předchozím případě, i v Tab. 4.12 jsou uvedeny přepočtené počty stavebních povolení. Za základ je brána hodnota na úrovni 0 % a následně se počet stavebních povolení přepočítává podle výše uvedených procent. V Tab. 4.13 jsou uvedené konkrétní hodnoty tržeb po změně počtu stavebních povolení včetně vypočtené hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF – Equity.

**Tab. 4.13 Hodnota vlastního kapitálu podniku při změně počtu stavebního povolení (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	DCF-Equity	Změna
15%	6 839 636	6 479 330	6 447 861	6 543 924	6 748 737	7 067 341	3 024 383	25,04%
10%	6 343 733	6 006 155	5 996 371	6 113 126	6 337 682	6 675 125	2 822 516	16,69%
5%	5 847 831	5 532 980	5 544 881	5 682 328	5 926 628	6 282 909	2 620 649	8,35%
0%	<b>5 351 929</b>	<b>5 059 805</b>	<b>5 093 392</b>	<b>5 251 530</b>	<b>5 515 573</b>	<b>5 890 693</b>	<b>2 418 782</b>	<b>0,00%</b>
-5%	4 856 027	4 586 630	4 641 902	4 820 732	5 104 519	5 498 477	2 216 915	-8,35%
-10%	4 360 125	4 113 455	4 190 412	4 389 934	4 693 464	5 106 261	2 015 048	-16,69%
-15%	3 864 223	3 640 279	3 738 923	3 959 136	4 282 409	4 714 045	1 813 181	-25,04%

*Zdroj: vlastní zpracování*

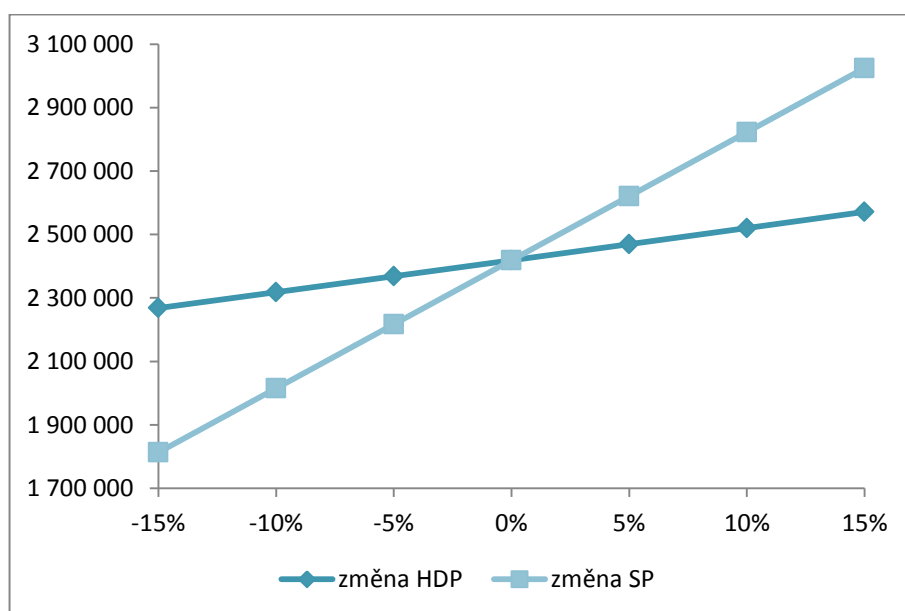
Hodnota vlastního kapitálu je přepočtena z důvodu, jak již bylo řečeno u změny tempa růstu hrubého domácího produktu. Podle Tab. 4.13 lze konstatovat, že pokud dochází k růstu počtu stavebních povolení např. o 15 %, pak dochází k růstu tržeb a také k růstu hodnoty vlastního kapitálu. Ovšem při poklesu např. o – 15 % dochází ke snižování hodnoty vlastního

kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu se pohybuje v rozmezí od 1 813 181 tis. Kč do 3 024 383 tis. Kč, přičemž původně byla hodnota vlastního kapitálu vyčíslena na 2 418 782 tis. Kč.

Je viditelné, že tržby jsou vyšší při změně počtu stavebních povolení než při změně tempa růstu hrubého domácího produktu.

V Grafu 4.4 jsou graficky znázorněny výsledky při změně počtu stavebních povolení i změna tempa růstu hrubého domácího produktu. Je viditelné, že při změně tempa růstu hrubého domácího produktu je křivka plošší než při změně počtu stavebních povolení. Znamená to tedy, že na změnu počtu stavebních povolení reaguje hodnota vlastního kapitálu citlivěji než při změně tempa růstu hrubého domácího produktu.

Graf 4.4 Analýza citlivosti při změně faktorů (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

## 4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků

Metody kapitalizovaných zisků stejně jako předchozí metoda slouží ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu. Jsou dvě verze metody kapitalizovaných zisků, a to analytická metoda a paušální metoda. Obě metody budou dále vypočteny, v případě analytické metody pro všechny tři verze plánů.

### 4.4.1 Paušální metoda

Paušální metoda vychází z historických dat získané z účetních výkazů od roku 2006 do roku 2010. Základem této metody je určit velikost trvale odnímatelného čistého zisku. Hodnota vlastního kapitálu vypočtená paušální metodou je pro všechny tři verze plánů stejná.

Hodnota hospodářského výsledku se upravuje a výpočet je nastíněn v následující Tab. 4.14. V Tab. 4.15 je znázorněn výpočet hodnoty vlastního kapitálu.

**Tab. 4.14 Postup úpravy hospodářského výsledku (v tis. Kč)**

		2006	2007	2008	2009	2010
<b>VH před zdaněním</b>		<b>305 383</b>	<b>419 294</b>	<b>505 349</b>	<b>655 802</b>	<b>381 071</b>
Odpisy	+	8 260	9 208	11 652	15 000	14 201
Finanční výnosy	-	22 403	24 534	86 120	64 330	40 844
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	18 529	35 516	17 788	2 981	4 502
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	+	17 730	23 457	11 763	1 736	2 156
Mimořádné osobní náklady	+	0	0	0	0	0
Mimořádné výnosy	-	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	+	0	0	0	0	0
<b>Upravený VH před odpisy</b>		<b>290 441</b>	<b>391 909</b>	<b>424 856</b>	<b>605 227</b>	<b>352 082</b>
Inflace		2,50%	2,80%	6,30%	1%	1,50%
Cenový index řetězový		1,025	1,028	1,063	1,01	1,015
Cenový index bazický vztahený k roku 2010		0,89266	0,917655	0,917655	0,975467	1
<b>UVH upravený o inflaci</b>		<b>325 366</b>	<b>427 077</b>	<b>462 980</b>	<b>620 448</b>	<b>352 082</b>
Váhy		1	2	3	4	5
<b>UVH upravený o inflaci * váhy</b>		<b>325 366</b>	<b>854 153</b>	<b>1 388 941</b>	<b>2 481 794</b>	<b>1 760 410</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Postup výpočtu paušální metody je následující:

1. výsledek před zdaněním se upravuje o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, mimořádnými osobními náklady, výnosy a náklady,
2. po úpravách vznikne upravený výsledek hospodaření před odpisy. Podílem upraveného výsledku hospodaření před odpisy a bazickým indexem vznikne upravený výsledek o inflaci,
3. trvale odnímatelný čistý výnos přes odpisy se vypočte podle vzorce (2.40) a po odečtení odpisů vznikne trvale odnímatelný čistý výnos před daní. Po odečtení sazby daně vznikne trvale odnímatelný čistý výnos po dani,
4. hodnota vlastního kapitálu se vypočte podle vzorce (2.41).

Hodnota vlastní kapitálu podniku vypočtená dle metody paušální, je vyčíslena na 2 790 057 tis. Kč.



**Tab. 4.15 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku paušální metodou (v tis. Kč)**

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	<b>454 044</b>
Odpisy	14 201
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	<b>439 843</b>
Daňový základ (a odpisy z posledního roku)	439 843
Daň (19%)	83 570
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	<b>356 273</b>
Náklady na vlastní kapitál	14,67%
Odhad dlouhodobé inflace (rok 2010)	1,90%
Kalkulovaná úroková míra	12,77%
Hodnota VK	<b>2 790 057</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

#### **4.4.2 Analytická metoda**

Analytická metoda stejně jako metoda DCF – Equity je vypočtená podle plánovaných finančních výkazů a tedy je pro všechny tři scénáře různá.

Postup výpočtu je následující:

1. výsledek před zdaněním se upravuje o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku, mimořádnými osobními náklady, výnosy i náklady,
2. vznikne tak upravený výsledek před zdaněním, který po vynásobení sazby daně 19 % se přemění na upravený výsledek hospodaření po zdanění,
3. stejně jako u metody DCF – Equity jsou určeny dvě fáze oceňování podniku,
4. výpočet první fáze, která trvá od roku 2011 do roku 2015,
5. výpočet druhé fáze, která začíná rokem 2016 a pokračuje do nekonečna,
6. výpočet hodnoty vlastního kapitálu.

V následující Tab. 4.16 je znázorněn výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění.

**Tab. 4.16 Výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění podle scénáře MF ČR (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VH před zdaněním	425 377	415 128	423 503	458 769	495 668	536 397
Odpisy	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Finanční výnosy	36 346	29 808	25 463	23 110	21 720	21 136
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 660	9 267	9 332	10 003	10 754	11 631
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	4 973	4 771	4 804	5 150	5 536	5 988
Mimořádné osobní náklady	0	0	0	0	0	0
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Upravený VH před zdaněním	395 973	391 524	403 942	440 976	478 644	519 284
Daň (19%)	75 235	74 390	76 749	83 785	90 942	98 664
Upravený VH po zdanění	320 738	317 134	327 193	357 190	387 702	420 620

*Zdroj: vlastní zpracování*

V Tab. 4.17 je vypočtena hodnota vlastního kapitálu paušální metodou ve výši 2 744 677 tis. Kč podle prognózy tempa růst HDP podle Ministerstva financí České republiky.

**Tab. 4.17 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou podle prognózy MF ČR (v tis. Kč)**

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Upravený VH po zdanění	320 738	317 134	327 193	357 190	387 702	420 620
$R_e$	13,71%	13,72%	13,61%	13,92%	14,07%	13,96%
Diskontní faktor	0,879412	0,773323	0,68066	0,597487	0,523808	
Diskontovaný VH	282 061	245 247	222 707	213 416	203 081	
Hodnota 1. fáze	<b>1 166 514</b>					
Pokračující hodnota	3 012 864					
Hodnota 2. fáze	<b>1 578 164</b>					
Hodnota VK	<b>2 744 677</b>					

*Zdroj: vlastní zpracování*

V Tab. 4.18 je znázorněn výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění podle prognózy tempa růstu HDP podle Citibank.

**Tab. 4.18 Výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění podle scénáře Citibank (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VH před zdaněním	417 524	379 588	383 046	406 337	447 158	494 314
Odpisy	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Finanční výnosy	36 123	29 128	24 428	21 232	19 370	18 403
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 498	8 527	8 495	8 930	9 774	10 795
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	4 890	4 390	4 374	4 597	5 032	5 558
Mimořádné osobní náklady	0	0	0	0	0	0
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Upravený VH před zdaněním	388 423	357 022	364 927	390 941	432 961	480 340
Daň (19%)	73 800	67 834	69 336	74 279	82 263	91 265
Upravený VH po zdanění	314 623	289 188	295 591	316 662	350 698	389 075

*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota vlastního kapitálu podniku vypočtená analytickou metodou je vyčíslena na 2 461 339 tis. Kč podle scénáře Citibank. Výpočet je uveden v Tab. 4.19.

**Tab. 4.19 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou podle prognózy Citibank (v tis. Kč)**

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Upravený VH po zdanění	314 623	289 188	295 591	316 662	350 698	389 075
$R_e$	13,72%	13,69%	13,88%	14,03%	14,47%	14,57%
Diskontní faktor	0,879327	0,77344	0,679157	0,595614	0,52033	
Diskontovaný VH	276 656	223 670	200 752	188 608	182 479	
Hodnota 1. fáze	<b>1 072 165</b>					
Pokračující hodnota	2 669 794					
Hodnota 2. fáze	<b>1 389 174</b>					
Hodnota VK	<b>2 461 339</b>					

*Zdroj: vlastní zpracování*

. V Tab. 4.20 je uveden výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění podle prognózy tempa růstu HDP podle PWC.

**Tab. 4.20 Výpočet upraveného výsledku hospodaření po zdanění podle scénáře PWC (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VH před zdaněním	417 518	401 208	409 304	425 646	448 853	479 364
Odpisy	11 630	10 699	10 431	10 169	9 915	9 667
Finanční výnosy	36 116	29 412	25 060	22 167	20 388	19 513
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 498	8 980	9 039	9 320	9 789	10 454
Zůstatková cena prodaného dl. majetku	4 890	4 623	4 654	4 798	5 039	5 382
Mimořádné osobní náklady	0	0	0	0	0	0
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Upravený VH před zdaněním	388 423	378 139	390 290	409 127	433 630	464 445
Daň (19%)	73 800	71 846	74 155	77 734	82 390	88 244
Upravený VH po zdanění	314 623	306 292	316 135	331 392	351 240	376 200

*Zdroj: vlastní zpracování*

Hodnota vlastního kapitálu byla oceněna analytickou metodou na 2 453 150 tis. Kč podle prognózy tempa růstu HDP podle PWC. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle scénáře PWC je uveden v Tab. 4.21.

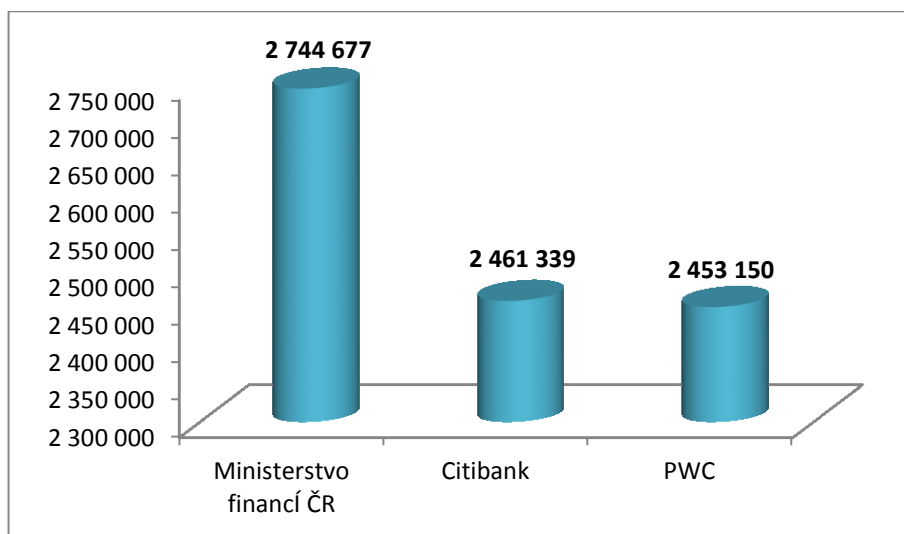
**Tab. 4.21 Hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou podle prognózy PWC (v tis. Kč)**

Fáze	1. fáze					2. fáze
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Upravený VH po zdanění	314 623	306 292	316 135	331 392	351 240	376 200
$R_e$	13,72%	13,76%	13,70%	14,07%	14,39%	14,58%
Diskontní faktor	0,879326	0,772939	0,679777	0,595908	0,520954	
Diskontovaný VH	276 656	236 746	214 901	197 479	182 980	
Hodnota 1. fáze	<b>1 108 762</b>					
Pokračující hodnota	2 580 627					
Hodnota 2. fáze	<b>1 344 388</b>					
Hodnota VK	<b>2 453 150</b>					

*Zdroj: vlastní zpracování*

Výsledky ocenění hodnoty vlastního kapitálu jsou znázorněny v Grafu 4.4, nejvyšší hodnota vlastního kapitálu dosahuje podle prognózy Ministerstva financí České republiky. Hodnoty vlastního kapitálu podle prognóz Citibank a PWC jsou velmi podobné.

**Graf 4.5** Hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou



*Zdroj: vlastní zpracování*

#### **4.5 Analýza citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle analytické metody**

Jak již bylo řečeno v podkapitole 4.3, cílem analýzy citlivosti je určit, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku, pokud dojde ke změně vstupního parametru. Zkoumat se tedy bude, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku, pokud dojde ke změně v prognóze HDP, avšak počet stavebních povolení zůstane neměnný. Druhým případem se bude zkoumat, jak se změní hodnoty vlastního kapitálu podniku, pokud dojde ke změně v počtu stavebních povolení, přičemž tempo růstu HDP zůstane neměnné. Analýza citlivosti hodnoty vlastního kapitálu bude provedena podle prognózy PWC.

##### **4.5.1 Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu v prognóze HDP**

Změna tempa růstu HDP je totožná se změnou tempa růstu HDP u analýzy citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle metody DCF – Equity, tudíž i Tab. 4.10 platí i pro analytickou metodu. Rozdíl nenastává ani při změně hodnoty tržeb, neboť tempo růstu je stejné. V Tab. 4.22 jsou uvedeny tržby a změna hodnoty vlastního kapitálu podniku oproti původní hodnotě vlastního kapitálu.

**Tab. 4.22 Hodnota podniku při změně tempa růstu HDP (v tis. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Analytická metoda	Změna
15%	5 410 106	5 142 813	5 248 403	5 496 615	5 867 105	6 367 136	2 605 674	6,22%
10%	5 390 714	5 115 130	5 196 664	5 414 725	5 749 507	6 207 535	2 554 616	4,14%
5%	5 371 322	5 087 461	5 144 993	5 333 030	5 632 330	6 048 722	2 503 775	2,06%
0%	<b>5 351 929</b>	<b>5 059 805</b>	<b>5 093 392</b>	<b>5 251 530</b>	<b>5 515 573</b>	<b>5 890 693</b>	<b>2 453 150</b>	<b>0,00%</b>
-5%	5 332 537	5 032 163	5 041 859	5 170 224	5 399 236	5 733 446	2 402 741	-2,05%
-10%	5 313 144	5 004 534	4 990 396	5 089 113	5 283 318	5 576 978	2 352 547	-4,10%
-15%	5 293 752	4 976 919	4 939 002	5 008 195	5 167 818	5 421 286	2 302 568	-6,14%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z Tab. 4.22 je viditelné, že při zvýšení tempa růstu hrubého domácího produktu rostou tržby a následně roste i hodnota vlastního kapitálu vypočtená analytickou metodou. Rozdíl např. mezi tempem růstu zvýšeným o 15 % a základním tempem růstu na úrovni 0 % je změna – 6,22 %. Z opačného pohledu je zřejmé, že při poklesu tempa růstu hrubého domácího produktu, dochází zároveň k poklesu tržeb a také k poklesu hodnoty vlastního kapitálu podniku. Hodnota vlastního kapitálu se pohybuje v rozmezí od 2 302 568 tis. Kč do 2 605 674 tis. Kč, přičemž původní vypočtená hodnota byla vyčíslena na 2 453 150 tis. Kč

#### 4.5.2 Citlivostní analýza hodnoty vlastního kapitálu na změnu počtu stavebních povolení

Změna počtu stavebních povolení je totožná se změnou počtu stavebních povolení u analýzy citlivosti hodnoty vlastního kapitálu vypočtené dle metody DCF – Equity, tudíž i Tab. 4.12 platí i pro analytickou metodu. V Tab. 4.23 jsou uvedeny tržby a změna hodnoty vlastního kapitálu podniku oproti původní hodnotě vlastního kapitálu.

**Tab. 4.23 Hodnota podniku při změně počtu stavebního povolení (v tis. Kč)**

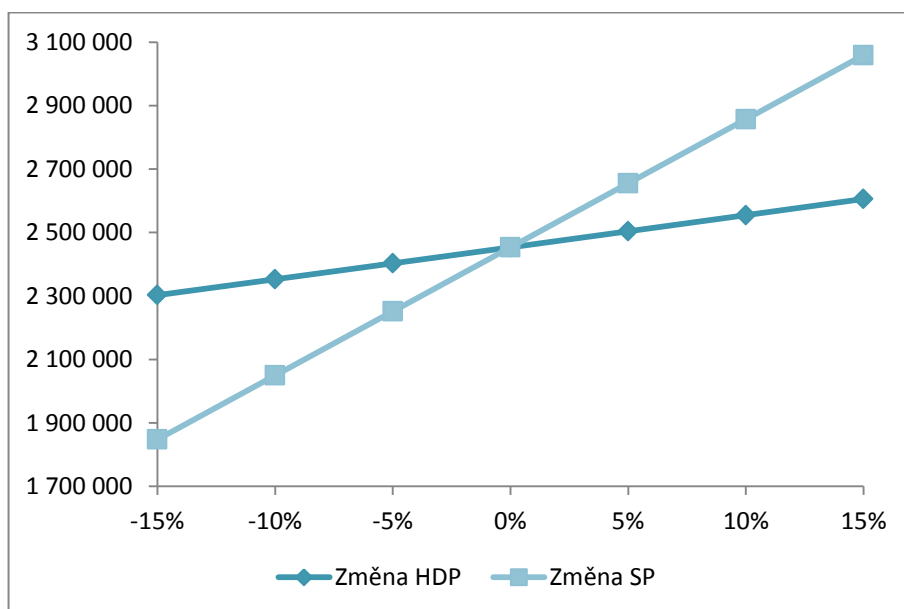
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Analytická metoda	Změna
15%	6 839 636	6 479 330	6 447 861	6 543 924	6 748 737	7 067 341	3 058 751	24,69%
10%	6 343 733	6 006 155	5 996 371	6 113 126	6 337 682	6 675 125	2 856 884	16,46%
5%	5 847 831	5 532 980	5 544 881	5 682 328	5 926 628	6 282 909	2 655 017	8,23%
0%	<b>5 351 929</b>	<b>5 059 805</b>	<b>5 093 392</b>	<b>5 251 530</b>	<b>5 515 573</b>	<b>5 890 693</b>	<b>2 453 150</b>	<b>0,00%</b>
-5%	4 856 027	4 586 630	4 641 902	4 820 732	5 104 519	5 498 477	2 251 283	-8,23%
-10%	4 360 125	4 113 455	4 190 412	4 389 934	4 693 464	5 106 261	2 049 416	-16,46%
-15%	3 864 223	3 640 279	3 738 923	3 959 136	4 282 409	4 714 045	1 847 549	-24,69%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Při změně počtu stavebních povolení dochází k velké změně tržeb oproti základnímu období. Taktéž je možno říci, že při změně počtu stavebních povolení např. o 15 %, dochází k růstu tržeb podniku a zároveň dochází k růstu hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Změna hodnoty vlastního kapitálu je u růstu počtu stavebních povolení o 15 % ve výši 24,69 %. Při poklesu počtu stavebních povolení o 15 % je viditelné, že dochází k poklesu tržeb a zároveň k poklesu hodnoty vlastního kapitálu.

V Grafu 4.6 je viditelné, že opět jako u analýzy citlivosti metody DCF – Equity je křivka změny tempa růstu HDP plošší než křivka při změně počtu stavebních povolení. To je způsobeno tím, že na změnu počtu stavebních povolení reaguje změna hodnoty vlastního kapitálu podniku citlivěji než při změně tempa růstu HDP.

**Graf 4.6 Analýza citlivosti při změně faktorů (v tis. Kč)**



*Zdroj: vlastní zpracování*

## 5 ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ

Cílem práce byl výpočet hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF – Equity, analytické metody a paušální metody. V Tab. 5.1 jsou uvedeny výsledky ocenění vlastního kapitálu podniku dle jednotlivých metod a dle scénářů jednotlivých institucí.

**Tab. 5.1** Hodnota vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	DCF-Equity	Kap. zisky - paušální metoda	Kap. zisky - analytická metoda
Ministerstvo financí ČR	2 820 215	2 790 057	2 744 677
Citibank	2 266 671	2 790 057	2 461 339
PWC	2 418 782	2 790 057	2 453 150

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z Tab. 5.1 je viditelné, že u metody DCF – Equity je nejvyšší hodnota ocenění vlastního kapitálu podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle Ministerstva financí České republiky. Hodnota první fáze, která trvala 5 let, byla ve výši 1 121 229 tis. Kč a hodnota druhé fáze byla vyčíslena na 1 698 986 tis. Kč. Podle predikce tempa růstu hrubého domácího produktu podle Citibank je hodnota vlastního kapitálu nejnižší, přičemž hodnota první fáze byla 1 066 029 tis. Kč a hodnota druhé fáze byla vyčíslena na 1 200 642 tis. Kč. Uprostřed se svou prognózou tempa růstu hrubého domácího produktu se nacházela PWC. Podle prognózy PWC byla hodnota první fáze ve výši 1 084 267 tis. Kč a hodnota druhé fáze byla vypočtena ve výši 1 334 515 tis. Kč.

Paušální metoda jako jediná z použitých metod vychází z historických dat, které byly k dispozici od roku 2006 do roku 2010. Na základě údajů z účetních výkazů byla vyčíslena hodnota vlastního kapitálu podniku ve výši 2 790 057 tis. Kč, která je pro všechny scénáře stejná.

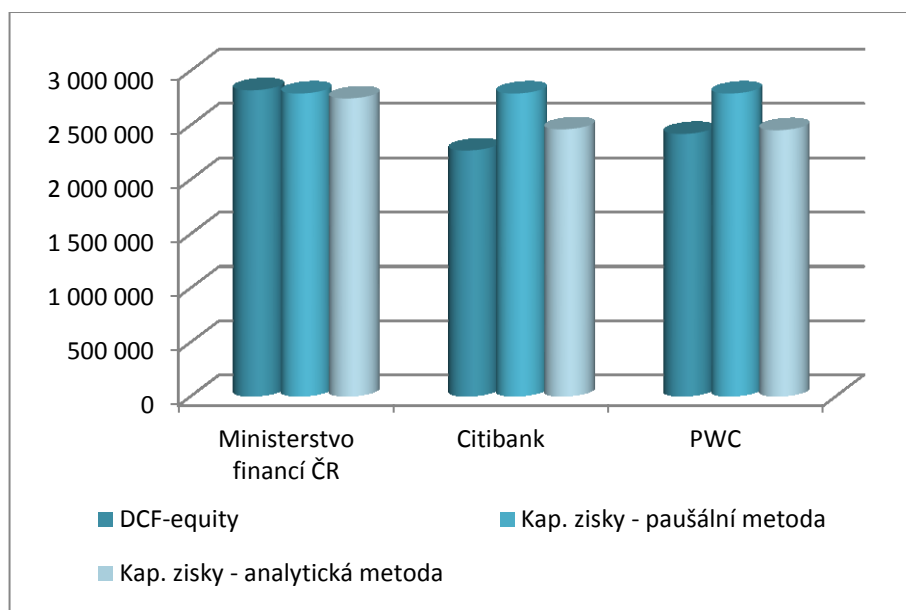
Hodnota vlastního kapitálu podle analytické metody je opět nejvyšší u prognózy podle Ministerstva financí České republiky. Hodnota první fáze vypočtena podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle Ministerstva financí ČR byla ve výši 1 166 514 tis. Kč a hodnota druhé fáze ve výši 1 578 164 tis. Kč. Vlastní kapitál podniku podle prognózy Citibank byl oceněn na 2 461 339 tis. Kč, z toho hodnota první fáze byla 1 072 165 tis. Kč a hodnota druhé fáze byla 1 389 174 tis. Kč. Poslední a zároveň nejnižší je hodnota ocenění vlastního kapitálu je podle scénáře PWC. Hodnota první fáze byla vypočtena na 1 108 762 tis. Kč a hodnota druhé fáze byla 1 344 388 tis. Kč.



Každá z použitých metod má rozdílné postupy výpočtu. Základní rozdíl mezi DCF – Equity a analytickou metodou je v tom, že k výpočtu DCF – Equity se používají volné peněžní toky a k výpočtu analytickou metodou se používá výsledek hospodaření před zdanění, který se následně upravuje a upravený výsledek hospodaření se dále používá k výpočtu. Dalším rozdílem je, že analytická metoda a DCF-Equity vycházejí z plánovaných hodnot, avšak paušální metoda vychází z historických účetních dat.

V Grafu 5.1 jsou znázorněny hodnoty vlastního kapitálu podle jednotlivých metod a prognóz tempa růstu HDP podle jednotlivých institucí.

**Graf 5.1** Hodnota vlastního kapitálu (v tis. Kč)



*Zdroj: vlastní zpracování*

Analýza citlivosti zkoumá, jak se změní hodnota vlastního kapitálu podniku při změně vstupního parametru, přičemž ostatní parametry zůstanou stejné. Byla provedena analýza citlivosti hodnoty vlastní kapitálu vypočtené dle DCF-Equity a analytické metody. Při změně tempa růstu hrubého domácího produktu je citlivější na změnu vlastního kapitálu metoda DCF-Equity. Při zvýšení tempa růstu HDP o 15 % dochází ke zvyšování hodnoty vlastního kapitálu oproti původní vypočtené hodnotě vlastního kapitálu o 6,31 %. U metody analytické dochází při zvýšení tempa růstu HDP o 15 % ke zvýšení hodnoty vlastního kapitálu oproti původní vypočtené hodnotě vlastního kapitálu o 6,22 %. Při změně počtu stavebního povolení je citlivější na změnu hodnoty vlastního kapitálu metoda DCF-Equity. Při snížení počtu stavebního povolení o 15 % dochází k poklesu hodnoty vlastního kapitálu o 25,04 %

u metody DCF-Equity. U metody analytické při snížení počtu stavebního povolení o 15 % dochází k poklesu hodnoty vlastního kapitálu o 24,69 %.

Nejcitlivěji reaguje hodnota vlastního kapitálu na změnu počtu stavebních povolení. Např. u metody DCF-Equity při zvyšování tempa růstu HDP o 5 % dochází ke změně hodnoty vlastního kapitálu oproti původní vypočtené hodnotě vlastního kapitálu o 2,09 %. Při zvyšování počtu stavebních povolení o 5 % dochází ke změně hodnoty vlastního kapitálu oproti původní vypočtené hodnotě vlastního kapitálu o 8,35 %.

## 6 ZÁVĚR

Cílem práce bylo zjistit hodnotu vlastního kapitálu výnosovými metodami k datu ocenění 1. 1. 2011. Hodnota vlastního kapitálu byla vypočtena metodou DCF – Equity a metodami analytickou a paušální.

Práce byla rozdělena do čtyř základních částí. V první části byly popsány základní pojmy potřebné k ocenění podniku. Podrobně byl popsán postup při ocenění podniku, mezi který patří nejen strategická analýza, ale také finanční analýza. Popsáno bylo makroprostředí i mikroprostředí strategické analýzy a dále byly popsány poměrové ukazatele finanční analýzy. Nastíněn byl výpočet nákladů kapitálu jak cizího, tak i vlastního kapitálu. Závěr první části je věnován popisem metod oceňování.

Druhá část práce je věnovaná již praktickým poznatkům. Na začátku kapitoly byl představen oceňovaný podnik IMOS Brno, a. s., který působí ve stavebnictví. Na základě předmětu činnosti podniku byla provedena strategická analýza. Makroprostředí se zabývalo tempem růstu hrubého domácího produktu, který byl klíčový ve stanovení tržeb společnosti a také inflací, která se používá při výpočtu hodnoty podniku paušální metodou. Mikroprostředí je také zaměřeno podle předmětu činnosti a prognózuje vývoj odvětví do budoucna. Finanční analýzou bylo zjištěno finanční zdraví podniku pomocí poměrových ukazatelů. Nakonec byl proveden dlouhodobý finanční plán podniku, který se skládal z výkazů zisků a ztráty a rozvahy pro prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle PWC.

V třetí části práce byly vypočteny náklady kapitálu pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu. Oceňovaný podnik je ne zadlužený, tudíž hodnota vlastního kapitálu je rovna nákladům celkového kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu podle metody DCF – Equity byla podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle Ministerstva financí ČR vypočtena na 2 820 215 tis. Kč, podle prognózy Citibank byla hodnota vlastního kapitálu ve výši 2 266 671 tis. Kč a podle scénáře PWC byl vlastní kapitál vyčíslen na 2 418 782 tis. Kč. Paušální metodou byla hodnota vlastního kapitálu vypočtena na 2 790 057 tis. Kč a je pro všechny scénáře stejná, neboť metoda vychází z historických údajů podniku. Analytickou metodou byla vypočtena hodnota vlastního kapitálu podle prognózy tempa růstu hrubého domácího produktu podle Ministerstva financí České republiky ve výši 2 744 677 tis. Kč. Vlastní kapitál vypočtený podle prognózy Citibank ve výši 2 461 339 tis. Kč a podle scénáře PWC ve výši 2 453 150 tis. Kč.

Poslední částí práce bylo zhodnocení výsledků ocenění vlastního kapitálu. Zde bylo zjištěno, že podle prognózy Ministerstva financí ČR byly hodnoty vlastního kapitálu nejvyšší jako u metody DCF – Equity, tak i u metody analytické. Podle prognózy Citibank u metody DCF – Equity vyšla hodnota vlastního kapitálu nejnižší, ale u metody analytické vyšla hodnota vlastního kapitálu lépe.

# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

## *Knižní publikace*

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 2006, 696 s. ISBN 978-0-471-75121-2.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-8692968-2.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metoda oceňování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [5] VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [6] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku.
- [7] ZMEŠKAL, Zdeněk a kol. *Finanční modely*. 2 vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

## *Internetové zdroje*

- [1] ČASOPIS STAVEBNICTVÍ. *ČASOPIS STAVEBNICTVÍ: Příležitosti a hrozby stavebnictví ve střednědobém vývoji* [online]. [4. 4. 2012]. Dostupné z: <http://www.casopisstavebnictvi.cz/clanek.php?detail=1059>
- [2] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ČNB: Výroční zprávy 2006 - 2010* [online]. ČNB [5. 2. 2012]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/archiv\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/archiv_cnb/)
- [3] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ČNB: Aktuální prognóza ČNB* [online]. ČNB [20. 12. 2011]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)
- [4] DELOITTE. *DELOITTE: Vývoj stavebnictví do roku 2012* [online]. [20. 3. 2012]. Dostupné z: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-CzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Real%20Estate/vyvoj\\_stavebnictvi\\_do\\_roku\\_2012\\_101021.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-CzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Real%20Estate/vyvoj_stavebnictvi_do_roku_2012_101021.pdf)
- [5] EMERGING MARKETS INFORMATION SERVICE. [online]. EMIS [1. 4. 2012]. Dostupné z: <http://www.securities.com/ch.html?pc=CZ>
- [6] HOCHTIEF CZ. [online]. Hochtief CZ [20. 3. 2012]. Dostupné z: [http://www.hochtief.cz/\\_intro/cz/index.html](http://www.hochtief.cz/_intro/cz/index.html)

- [7] IMOS BRNO A. S. [online]. IMOS BRNO a. s. [11. 10. 2011]. Dostupné z: [http://www.imosbrno.eu/IMOS\\_Brno?idm=1](http://www.imosbrno.eu/IMOS_Brno?idm=1)
- [8] MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MFČR: Průzkum prognóz markoeconomického vývoje České republiky* [online]. MFČR [20. 2. 2012]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e\\_pruzkumy\\_makro\\_prognoz.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz.html)  
CITIBANK. *Citibank: Přehled ekonomické predikce České republiky* [online]. Citibank [20. 2. 2012]. Dostupné z: [http://www.citibank.cz/czech/gcb/personal\\_banking/czech/footer/doc/monthly\\_pred\\_cz.pdf](http://www.citibank.cz/czech/gcb/personal_banking/czech/footer/doc/monthly_pred_cz.pdf)
- [9] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Analytické materiály a statistiky* [online]. MPO [8. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category274>
- [10] OHL ŽS CZ. [online]. OHL ŽS CZ [20. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.ohlzs.cz/>  
PWC. *PWC: Economic forecasts* [online]. PWC [8. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.pwc.co.uk/the-economy/issues/gdpgrowth.jhtml>
- [11] UNISTAV CZ. [online]. Unistav CZ [20. 3. 2012]. Dostupné z: <http://www.unistav.cz/>

## SEZNAM ZKRATEK

A	aktiva
a. s.	akciová společnost
APM	arbitrážní model oceňování
BÚ	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČV	odhad odnímatelného čistého výnosu
D	úročený cizí kapitál
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividenda
DM	dlouhodobý majetek celkem
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
DP	daňové pohledávky
DUA	dohadné účty aktivní
DUP	dohadné účty pasivní
DZ	dlouhodobé závazky
DZA	daňové závazky
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a daněmi
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné finanční toky pro věřitele
FCFE	volné finanční toky pro vlastníky
FCFF	volné finanční toky pro vlastníky i věřitele
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková sazba
IČ	identifikační číslo ekonomického subjektu
INV	investice

JP	jiné pohledávky
JZ	jiné závazky
K	počet minulých let
Kč	koruna česká
KFM	krátkodobý finanční majetek
KP	krátkodobé pohledávky
KPZ	krátkodobé poskytnuté zálohy
KPZA	krátkodobé přijaté zálohy
KZ	krátkodobé závazky
Mat	materiál
MM II	model M. Millera a F. Modiglianiho
MN	mzdové náklady
NV	nedokončená výroba a polotovary
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODZ	odložený daňový závazek
PH	pokračující hodnota
PO	pohledávky z obchodních vztahů
PP	peníze v pokladně
PS	pohledávky za společníky, členy družstva a za společníky sdružení
R	náklady kapitálu
R <sub>2</sub>	náklady kapitálu ve druhé fázi
R <sub>U</sub>	náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
R <sub>D</sub>	náklady na úročení cizí kapitál
R <sub>E</sub>	náklady na vlastní kapitál
R <sub>F</sub>	bezriziková sazba
R <sub>finstab</sub>	riziková přírážka za finanční stability
R <sub>LA</sub>	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
R <sub>podnikatelské</sub>	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
sd	sazba daně
SM	spotřeba materiálu



SN	sociální náklady
SL	služby
t	časové období
T	tržby
TMaj	tržby z prodeje dlouhodobého majetku
TMat	tržby z prodeje materiálu
TOV	trvale odnímatelný čistý výnos
TS	daňový štít
Ú	úroky
UB	účty v bankách
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku
V <sub>1</sub>	hodnota podniku v první fázi
V <sub>2</sub>	hodnota podniku v druhé fázi
VAP	vážený aritmetický průměr
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VS	výkonová spotřeba
VZZ	výkaz zisku a ztráty
w	váha
WACC	průměrné náklady kapitálu
XL	průměrná hodnota likvidity průmyslu
Z	zásoby
ZK	základní kapitál
ZM	závazky k zaměstnancům
ZO	závazky z obchodních vztahů
ZS	závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení
ZSZ	závazky ze sociálního a zdravotního pojištění
ZC DM	zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu
ZC DMaj	zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
ZC DMat	zůstatková cena prodaného materiálu

## PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č.121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ве́доміі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 27. 4. 2012

.....  
Bc. Adriana Jatiová

## SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1: Upravená rozvaha společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010
- Příloha č. 2: Výkaz zisků a ztráty společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010
- Příloha č. 3: Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období 2011-2016 podle prognózy Ministerstva financí České republiky
- Příloha č. 4: Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016 podle prognózy Ministerstva financí České republiky
- Příloha č. 5: Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období 2011-2016 podle scénáře Citibank
- Příloha č. 6: Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016 podle scénáře Citibank
- Příloha č. 7: Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období 2011-2016 podle prognózy PWC
- Příloha č. 8: Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016 podle prognózy PWC
- Příloha č. 9: Výpočet rizikových přírážek podle prognózy Ministerstva financí České republiky
- Příloha č. 10: Výpočet rizikových přírážek podle prognózy Citibank
- Příloha č. 11: Výpočet rizikových přírážek podle prognózy PWC

## Upravená rozvaha společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010

Tab. P 1.1 Upravená rozvaha společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006 – 2010 (v tis. Kč) (AKTIVA)

		2006	2007	2008	2009	2010
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 423 636</b>	<b>4 252 863</b>	<b>4 072 032</b>	<b>3 651 296</b>	<b>3 189 868</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>112 516</b>	<b>119 213</b>	<b>111 447</b>	<b>222 467</b>	<b>207 107</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>102</i>	<i>1 187</i>	<i>735</i>	<i>235</i>	<i>55</i>
B.I.3.	Software	102	1 187	735	235	55
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>112 381</i>	<i>102 993</i>	<i>95 712</i>	<i>207 232</i>	<i>192 052</i>
B.II.1.	Pozemky	22	63	6	57 204	57 624
B.II.2.	Stavby	5 740	1 917	3 557	78 011	75 962
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	31 073	28 810	46 280	38 574	37 642
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	247	259	233	396	396
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 071	14 004	816	932	777
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	416	0	0	240
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	70 228	57 524	44 820	32 115	19 411
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>33</i>	<i>15 033</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	15 000	15 000	15 000	15 000
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	33	33	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 292 551</b>	<b>4 113 364</b>	<b>3 942 579</b>	<b>3 419 291</b>	<b>2 963 261</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>191 405</i>	<i>83 774</i>	<i>257 763</i>	<i>137 114</i>	<i>103 475</i>
C.I.1.	Materiál	14 257	23 733	24 668	14 216	3 794
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	177 148	60 041	233 095	122 898	99 681
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>441 592</i>	<i>461 263</i>	<i>287 674</i>	<i>374 488</i>	<i>125 999</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	441 592	461 263	287 674	323 517	122 699
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	971	0
C.II.7.	Jiné pohledávky	0	0	0	50 000	3 300
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>2 178 642</i>	<i>2 392 335</i>	<i>1 673 535</i>	<i>1 251 125</i>	<i>1 514 712</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 815 940	1 866 637	1 454 250	1 134 401	1 246 385
C.III.2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	3	0	0	0	0
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	24 407	49 671	8 461	27 212	6 627
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	59 807	46 924	26 208	34 493	113 096
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	102 418	80 272	22 396	10 295	6 692
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	130 982	321 652	66 740	34 599	22 642
C.III.9.	Jiné pohledávky	45 085	27 179	95 480	10 125	119 270
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>480 912</i>	<i>1 175 992</i>	<i>1 723 607</i>	<i>1 656 564</i>	<i>1 219 075</i>
C.IV.1.	Peníze	1 221	1 619	2 828	3 788	2 184
C.IV.2.	Účty v bankách	479 691	1 174 373	1 720 779	1 552 776	1 216 891
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	100 000	0
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>18 569</b>	<b>20 286</b>	<b>18 006</b>	<b>9 538</b>	<b>19 500</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	18 102	20 012	15 243	9 208	6 071
D.I.3.	Příjmy příštích období	467	274	2 763	330	13 429

Zdroj: Výroční zpráva IMOS Brno, a.s. (2005-2010)

## Upravená rozvaha společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010

Tab. P 1.2 Upravená rozvaha společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006 – 2010 (v tis. Kč) (PASIVA)

		2006	2007	2008	2009	2010
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 423 636</b>	<b>4 252 863</b>	<b>4 072 032</b>	<b>3 651 296</b>	<b>3 189 868</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>575 483</b>	<b>660 764</b>	<b>838 058</b>	<b>790 280</b>	<b>650 131</b>
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>
A.I.1.	Základní kapitál	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>26 464</i>	<i>35 624</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond /Nedělitelný fond	26 464	35 624	41 000	41 000	41 000
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>133 665</i>	<i>157 709</i>	<i>187 615</i>	<i>14 908</i>	<i>17 130</i>
A.IV.1.	Nerozdělitelný zisk minulých let	133 665	157 709	187 615	14 908	17 130
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ - )</i>	<i>183 204</i>	<i>235 281</i>	<i>377 293</i>	<i>502 222</i>	<i>359 851</i>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 846 547</b>	<b>3 586 039</b>	<b>3 229 517</b>	<b>2 860 499</b>	<b>2 538 752</b>
<i>B.I.</i>	<i>Rezervy</i>	<i>58 427</i>	<i>99 788</i>	<i>3 226</i>	<i>4 146</i>	<i>0</i>
B.I.3.	Rezerva na daň z příjmů	58 427	99 788	0	0	0
B.I.4.	Ostatní rezervy	0	0	3 226	4 146	0
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>454 500</i>	<i>669 196</i>	<i>587 170</i>	<i>546 458</i>	<i>485 073</i>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	452 359	666 906	584 455	543 144	481 978
B.II.10.	Odložený daňový závazek	2 141	2 290	2 715	3 314	3 095
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>2 333 620</i>	<i>2 540 754</i>	<i>2 620 621</i>	<i>2 309 895</i>	<i>2 053 679</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	887 881	761 386	1 024 997	833 077	797 196
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení	90 013	80 942	74 961	45 770	180 172
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	19 692	20 794	77 989	155 248	16 127
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7 988	8 571	8 748	10 491	8 673
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	7 045	1 609	1 464	2 595	1 607
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	125 825	132 253	236 067	5 522	6 466
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	1 148 027	1 514 446	1 183 048	1 248 731	1 035 220
B.III.11.	Jiné závazky	47 149	20 753	13 347	8 461	8 218
<i>B.IV.</i>	<i>Bankovní úvěry a výpomoci</i>	<i>0</i>	<i>276 301</i>	<i>18 500</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	276 301	18 500	0	0
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 606</b>	<b>6 060</b>	<b>4 457</b>	<b>517</b>	<b>985</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	331	1 080	1 093	16	656
C.I.2.	Výnosy příštích období	1 275	4 980	3 364	501	329

Zdroj: Výroční zpráva IMOS Brno, a.s. (2005-2010)

**Příloha č. 2**

**Výkaz zisků a ztráty společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010**

**Tab. P 2 Výkaz zisků a ztráty společnosti IMOS Brno, a.s. za období 2006-2010 (v tis. Kč)**

		2006	2007	2008	2009	2010
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>7 233 946</b>	<b>6 675 328</b>	<b>6 937 591</b>	<b>5 699 205</b>	<b>4 149 236</b>
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	7 282 621	6 762 307	6 638 364	5 759 338	4 215 500
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-72 010	-115 391	298 844	-60 237	-66 400
II.3.	Aktivace	23 335	28 412	383	104	136
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>6 552 639</b>	<b>5 782 801</b>	<b>5 944 957</b>	<b>4 411 478</b>	<b>3 159 775</b>
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	470 469	447 507	451 163	303 142	343 088
B.2.	Služby	6 082 170	5 335 294	5 493 794	4 108 336	2 816 687
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>681 307</b>	<b>892 527</b>	<b>992 634</b>	<b>1 287 727</b>	<b>989 461</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>380 520</b>	<b>420 366</b>	<b>500 673</b>	<b>624 674</b>	<b>552 054</b>
C.1.	Mzdové náklady	282 259	310 364	391 821	515 138	443 088
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	96 505	108 016	106 842	107 684	106 949
C.4.	Sociální náklady	1 756	1 986	2 010	1 852	2 017
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>5 869</b>	<b>5 121</b>	<b>3 843</b>	<b>2 715</b>	<b>2 486</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>8 260</b>	<b>9 208</b>	<b>11 652</b>	<b>15 000</b>	<b>14 201</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>23 879</b>	<b>40 041</b>	<b>20 347</b>	<b>7 041</b>	<b>16 123</b>
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	18 529	35 516	17 788	2 981	4 502
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	5 350	4 525	2 559	4 060	11 621
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>18 378</b>	<b>26 374</b>	<b>12 781</b>	<b>5 116</b>	<b>12 531</b>
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	17 730	23 457	11 763	1 736	2 156
F.2.	Prodaný materiál	648	2 917	1 018	3 380	10 375
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti</b>	<b>4 136</b>	<b>40 420</b>	<b>1 688</b>	<b>12 915</b>	<b>9 931</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>82 198</b>	<b>41 010</b>	<b>20 889</b>	<b>39 934</b>	<b>23 387</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>62 453</b>	<b>38 112</b>	<b>23 136</b>	<b>17 802</b>	<b>42 611</b>
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>307 768</b>	<b>433 977</b>	<b>480 097</b>	<b>656 480</b>	<b>395 157</b>
<b>VI.</b>	<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>J.</b>	<b>Prodané cenné papíry a podíly</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>9 985</b>	<b>12 201</b>	<b>32 778</b>	<b>18 593</b>	<b>9 715</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>84</b>	<b>10 917</b>	<b>564</b>	<b>2 038</b>	<b>3 142</b>
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>12 418</b>	<b>12 333</b>	<b>53 342</b>	<b>45 737</b>	<b>31 129</b>
<b>O.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>24 704</b>	<b>28 300</b>	<b>60 304</b>	<b>62 970</b>	<b>51 788</b>
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-2 385</b>	<b>-14 683</b>	<b>25 252</b>	<b>-678</b>	<b>-14 086</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>122 179</b>	<b>184 013</b>	<b>128 056</b>	<b>153 580</b>	<b>21 220</b>
Q.1.	- splatná	121 539	183 865	127 631	152 981	21 439
Q.2.	- odložená	640	148	425	599	-219
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>183 204</b>	<b>235 281</b>	<b>377 293</b>	<b>502 222</b>	<b>359 851</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>183 204</b>	<b>235 281</b>	<b>377 293</b>	<b>502 222</b>	<b>359 851</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>305 383</b>	<b>419 294</b>	<b>505 349</b>	<b>655 802</b>	<b>381 071</b>

*Zdroj: Výroční zpráva IMOS Brno, a.s. (2005-2010)*

**Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období  
2011-2016 podle prognózy Ministerstva financí České republiky**

**Tab. P 3 Výkaz zisků a ztráty společnosti podle prognózy Ministerstva financí ČR (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>5 436 822</b>	<b>5 215 477</b>	<b>5 252 256</b>	<b>5 629 886</b>	<b>6 052 563</b>	<b>6 545 856</b>
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 443 187	5 221 583	5 258 405	5 636 478	6 059 649	6 553 520
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 725	-10 288	-10 361	-11 106	-11 940	-12 913
II.3.	Aktivace	4 360	4 182	4 212	4 514	4 853	5 249
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>4 393 882</b>	<b>4 214 997</b>	<b>4 244 721</b>	<b>4 549 911</b>	<b>4 891 506</b>	<b>5 290 171</b>
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	372 603	357 434	359 954	385 834	414 802	448 609
B.2.	Služby	4 021 279	3 857 564	3 884 767	4 164 077	4 476 704	4 841 562
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 042 940</b>	<b>1 000 480</b>	<b>1 007 535</b>	<b>1 079 975</b>	<b>1 161 057</b>	<b>1 255 685</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>581 071</b>	<b>557 414</b>	<b>561 345</b>	<b>601 705</b>	<b>646 880</b>	<b>699 601</b>
C.1.	Mzdové náklady	432 169	414 574	417 498	447 515	481 113	520 325
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	146 937	140 955	141 949	152 155	163 579	176 910
C.4.	Sociální náklady	1 965	1 885	1 898	2 035	2 188	2 366
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>3 227</b>	<b>3 095</b>	<b>3 117</b>	<b>3 341</b>	<b>3 592</b>	<b>3 885</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>11 630</b>	<b>10 699</b>	<b>10 431</b>	<b>10 169</b>	<b>9 915</b>	<b>9 667</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>17 538</b>	<b>16 824</b>	<b>16 943</b>	<b>18 161</b>	<b>19 524</b>	<b>21 115</b>
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 660	9 267	9 332	10 003	10 754	11 631
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	7 878	7 557	7 610	8 157	8 770	9 485
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>8 795</b>	<b>8 437</b>	<b>8 497</b>	<b>9 108</b>	<b>9 792</b>	<b>10 590</b>
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 973	4 771	4 804	5 150	5 536	5 988
F.2.	Prodaný materiál	3 822	3 667	3 692	3 958	4 255	4 602
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti</b>	<b>12 350</b>	<b>11 847</b>	<b>11 931</b>	<b>12 789</b>	<b>13 749</b>	<b>14 870</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>22 441</b>	<b>21 533</b>	<b>20 661</b>	<b>19 825</b>	<b>19 023</b>	<b>18 254</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>29 350</b>	<b>20 216</b>	<b>13 924</b>	<b>9 591</b>	<b>6 606</b>	<b>4 550</b>
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>436 496</b>	<b>427 127</b>	<b>435 894</b>	<b>471 259</b>	<b>509 072</b>	<b>551 892</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>13 325</b>	<b>12 782</b>	<b>12 872</b>	<b>13 798</b>	<b>14 834</b>	<b>16 043</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>4 246</b>	<b>5 738</b>	<b>7 754</b>	<b>10 479</b>	<b>14 160</b>	<b>19 136</b>
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>23 021</b>	<b>17 025</b>	<b>12 591</b>	<b>9 312</b>	<b>6 887</b>	<b>5 093</b>
<b>O.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>43 219</b>	<b>36 068</b>	<b>30 101</b>	<b>25 120</b>	<b>20 964</b>	<b>17 495</b>
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-11 119</b>	<b>-11 999</b>	<b>-12 391</b>	<b>-12 489</b>	<b>-13 404</b>	<b>-15 496</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>81 084</b>	<b>79 131</b>	<b>80 727</b>	<b>87 450</b>	<b>94 483</b>	<b>102 247</b>
Q.1.	- splatná	80 822	78 874	80 466	87 166	94 177	101 915
Q.2.	- odložená	263	257	262	284	306	332
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>344 555</b>	<b>336 254</b>	<b>343 037</b>	<b>371 603</b>	<b>401 491</b>	<b>434 481</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období ( +/- )</b>	<b>344 555</b>	<b>336 254</b>	<b>343 037</b>	<b>371 603</b>	<b>401 491</b>	<b>434 481</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>425 377</b>	<b>415 128</b>	<b>423 503</b>	<b>458 769</b>	<b>495 668</b>	<b>536 397</b>

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle prognózy Ministerstva financí České republiky**

**Tab. P 4.1 Rozvaha společnosti podle prognózy Ministerstva financí ČR (v tis. Kč) (AKTIVA)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 424 959</b>	<b>3 301 415</b>	<b>3 362 284</b>	<b>3 568 540</b>	<b>3 776 405</b>	<b>4 061 702</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>191 539</b>	<b>182 009</b>	<b>179 259</b>	<b>176 581</b>	<b>173 972</b>	<b>171 430</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>555</i>	<i>572</i>	<i>589</i>	<i>606</i>	<i>625</i>	<i>643</i>
B.I.3.	Software	555	572	589	606	625	643
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>175 984</i>	<i>166 437</i>	<i>163 670</i>	<i>160 974</i>	<i>158 347</i>	<i>155 787</i>
B.II.1.	Pozemky	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414
B.II.2.	Stavby	73 967	72 024	70 132	68 290	66 497	64 750
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	36 733	35 845	34 979	34 134	33 309	32 504
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	396	396	396	396	396	396
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	768	758	749	740	731	722
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	6 707	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 213 546</b>	<b>3 090 481</b>	<b>3 157 347</b>	<b>3 367 979</b>	<b>3 580 873</b>	<b>3 869 705</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>137 009</i>	<i>131 431</i>	<i>132 358</i>	<i>141 874</i>	<i>152 526</i>	<i>164 957</i>
C.I.1.	Materiál	16 272	15 610	15 720	16 850	18 115	19 591
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	120 737	115 822	116 638	125 024	134 411	145 366
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>290 769</i>	<i>278 931</i>	<i>280 898</i>	<i>301 095</i>	<i>323 700</i>	<i>350 082</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	290 769	278 931	280 898	301 095	323 700	350 082
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>1 612 910</i>	<i>1 547 244</i>	<i>1 558 156</i>	<i>1 670 185</i>	<i>1 795 578</i>	<i>1 941 920</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 358 813	1 303 493	1 312 685	1 407 065	1 512 704	1 635 991
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	20 370	19 541	19 678	21 093	22 677	24 525
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	53 213	51 047	51 407	55 103	59 240	64 068
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	34 385	32 985	33 218	35 606	38 279	41 399
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	89 373	85 734	86 339	92 546	99 494	107 603
C.III.9.	Jiné pohledávky	56 756	54 445	54 829	58 771	63 183	68 333
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>1 172 858</i>	<i>1 132 874</i>	<i>1 185 935</i>	<i>1 254 825</i>	<i>1 309 070</i>	<i>1 412 746</i>
C.IV.1.	Peníze	1 972	1 891	1 905	2 042	2 195	2 374
C.IV.2.	Účty v bankách	1 170 886	1 130 983	1 184 030	1 252 784	1 306 875	1 410 373
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>19 874</b>	<b>28 925</b>	<b>25 678</b>	<b>23 980</b>	<b>21 560</b>	<b>20 567</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	16 236	23 630	20 977	19 590	17 613	16 802
D.I.3.	Příjmy příštích období	3 638	5 295	4 701	4 390	3 947	3 765

*Zdroj: vlastní výpočty*



**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle prognózy Ministerstva financí České republiky**

**Tab. P 4.2 Rozvaha společnosti podle prognózy Ministerstva financí ČR (v tis. Kč) (PASIVA)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 424 959</b>	<b>3 301 415</b>	<b>3 362 284</b>	<b>3 568 539</b>	<b>3 776 405</b>	<b>4 061 703</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>767 536</b>	<b>753 790</b>	<b>796 827</b>	<b>818 430</b>	<b>819 921</b>	<b>864 403</b>
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>
A.I.1.	Základní kapitál	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond /Nedělitelný fond	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>176 981</i>	<i>171 536</i>	<i>207 790</i>	<i>200 827</i>	<i>172 430</i>	<i>183 921</i>
A.IV.1.	Nerozdělitelný zisk minulých let	176 981	171 536	207 790	200 827	172 430	183 921
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>344 555</i>	<i>336 254</i>	<i>343 037</i>	<i>371 603</i>	<i>401 491</i>	<i>434 481</i>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 655 124</b>	<b>2 547 028</b>	<b>2 564 989</b>	<b>2 749 409</b>	<b>2 955 827</b>	<b>3 196 731</b>
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>500 523</i>	<i>480 146</i>	<i>483 532</i>	<i>518 297</i>	<i>557 210</i>	<i>602 623</i>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	498 001	477 726	481 095	515 685	554 401	599 586
B.II.10.	Odložený daňový závazek	2 523	2 420	2 437	2 612	2 809	3 037
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>2 154 601</i>	<i>2 066 882</i>	<i>2 081 457</i>	<i>2 231 112</i>	<i>2 398 617</i>	<i>2 594 108</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	784 320	752 389	757 695	812 172	873 147	944 310
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení	89 020	85 395	85 998	92 181	99 101	107 178
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	52 333	50 203	50 557	54 191	58 260	63 008
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	8 144	7 813	7 868	8 433	9 067	9 805
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	2 636	2 529	2 546	2 729	2 934	3 174
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	86 869	83 333	83 920	89 954	96 708	104 590
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	1 113 555	1 068 219	1 075 752	1 153 097	1 239 669	1 340 704
B.III.11.	Jiné závazky	17 724	17 002	17 122	18 353	19 731	21 339
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 299</b>	<b>597</b>	<b>467</b>	<b>700</b>	<b>657</b>	<b>569</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	610	158	124	186	174	151
C.I.2.	Výnosy příštích období	1 689	439	343	514	483	418

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období  
2011-2016 podle scénáře Citibank**

**Tab. P 5 Výkaz zisků a ztráty společnosti podle scénáře Citibank (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>5 345 670</b>	<b>4 798 960</b>	<b>4 781 243</b>	<b>5 025 840</b>	<b>5 501 051</b>	<b>6 075 695</b>
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 351 929	4 804 578	4 786 841	5 031 725	5 507 492	6 082 809
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 545	-9 467	-9 432	-9 914	-10 852	-11 985
II.3.	Aktivace	4 286	3 848	3 834	4 030	4 411	4 872
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>4 320 216</b>	<b>3 878 380</b>	<b>3 864 062</b>	<b>4 061 738</b>	<b>4 445 790</b>	<b>4 910 201</b>
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	366 356	328 888	327 674	344 437	377 005	416 387
B.2.	Služby	3 953 860	3 549 492	3 536 388	3 717 301	4 068 785	4 493 814
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 025 454</b>	<b>920 579</b>	<b>917 181</b>	<b>964 102</b>	<b>1 055 261</b>	<b>1 165 494</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>571 329</b>	<b>512 898</b>	<b>511 005</b>	<b>537 147</b>	<b>587 936</b>	<b>649 352</b>
C.1.	Mzdové náklady	424 923	381 465	380 057	399 500	437 274	482 952
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	144 474	129 698	129 219	135 830	148 673	164 204
C.4.	Sociální náklady	1 932	1 735	1 728	1 817	1 988	2 196
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>3 172</b>	<b>2 848</b>	<b>2 837</b>	<b>2 983</b>	<b>3 265</b>	<b>3 606</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>11 630</b>	<b>10 699</b>	<b>10 431</b>	<b>10 169</b>	<b>9 915</b>	<b>9 667</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>17 244</b>	<b>15 480</b>	<b>15 423</b>	<b>16 212</b>	<b>17 745</b>	<b>19 599</b>
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 498	8 527	8 495	8 930	9 774	10 795
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	7 746	6 953	6 928	7 282	7 971	8 803
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>8 648</b>	<b>7 763</b>	<b>7 735</b>	<b>8 131</b>	<b>8 899</b>	<b>9 829</b>
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 890	4 390	4 374	4 597	5 032	5 558
F.2.	Prodaný materiál	3 758	3 374	3 361	3 533	3 867	4 271
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti</b>	<b>12 143</b>	<b>10 901</b>	<b>10 861</b>	<b>11 417</b>	<b>12 496</b>	<b>13 802</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>22 441</b>	<b>21 533</b>	<b>20 661</b>	<b>19 825</b>	<b>19 023</b>	<b>18 254</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>29 350</b>	<b>20 216</b>	<b>13 924</b>	<b>9 591</b>	<b>6 606</b>	<b>4 550</b>
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>428 867</b>	<b>392 267</b>	<b>396 472</b>	<b>420 703</b>	<b>462 913</b>	<b>512 542</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>13 101</b>	<b>12 102</b>	<b>11 837</b>	<b>11 921</b>	<b>12 483</b>	<b>13 310</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>4 246</b>	<b>5 738</b>	<b>7 754</b>	<b>10 479</b>	<b>14 160</b>	<b>19 136</b>
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>23 021</b>	<b>17 025</b>	<b>12 591</b>	<b>9 312</b>	<b>6 887</b>	<b>5 093</b>
<b>O.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>43 219</b>	<b>36 068</b>	<b>30 101</b>	<b>25 120</b>	<b>20 964</b>	<b>17 495</b>
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-11 343</b>	<b>-12 679</b>	<b>-13 426</b>	<b>-14 366</b>	<b>-15 755</b>	<b>-18 228</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>79 588</b>	<b>72 356</b>	<b>73 016</b>	<b>77 455</b>	<b>85 236</b>	<b>94 225</b>
Q.1.	- splatná	79 330	72 122	72 779	77 204	84 960	93 920
Q.2.	- odložená	258	235	237	251	276	305
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>338 195</b>	<b>307 466</b>	<b>310 267</b>	<b>329 133</b>	<b>362 198</b>	<b>400 395</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období ( +/- )</b>	<b>338 195</b>	<b>307 466</b>	<b>310 267</b>	<b>329 133</b>	<b>362 198</b>	<b>400 395</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>417 524</b>	<b>379 588</b>	<b>383 046</b>	<b>406 337</b>	<b>447 158</b>	<b>494 314</b>

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle scénáře Citibank**

Tab. P 6.1 Rozvaha společnosti podle scénáře Citibank (v tis. Kč) (AKTIVA)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 374 045</b>	<b>3 063 005</b>	<b>3 064 445</b>	<b>3 214 516</b>	<b>3 408 885</b>	<b>3 700 055</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>191 539</b>	<b>182 009</b>	<b>179 259</b>	<b>176 581</b>	<b>173 972</b>	<b>171 430</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>555</i>	<i>572</i>	<i>589</i>	<i>606</i>	<i>625</i>	<i>643</i>
B.I.3.	Software	555	572	589	606	625	643
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>175 984</i>	<i>166 437</i>	<i>163 670</i>	<i>160 974</i>	<i>158 347</i>	<i>155 787</i>
B.II.1.	Pozemky	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414
B.II.2.	Stavby	73 967	72 024	70 132	68 290	66 497	64 750
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	36 733	35 845	34 979	34 134	33 309	32 504
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	396	396	396	396	396	396
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	768	758	749	740	731	722
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	6 707	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 161 342</b>	<b>2 869 566</b>	<b>2 854 718</b>	<b>3 018 435</b>	<b>3 220 556</b>	<b>3 522 076</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>134 712</i>	<i>120 935</i>	<i>120 488</i>	<i>126 652</i>	<i>138 628</i>	<i>153 109</i>
C.I.1.	Materiál	15 999	14 363	14 310	15 042	16 464	18 184
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	118 713	106 572	106 178	111 610	122 163	134 925
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>285 894</i>	<i>256 655</i>	<i>255 708</i>	<i>268 789</i>	<i>294 204</i>	<i>324 937</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	285 894	256 655	255 708	268 789	294 204	324 937
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>1 585 868</i>	<i>1 423 679</i>	<i>1 418 423</i>	<i>1 490 986</i>	<i>1 631 964</i>	<i>1 802 440</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 336 032	1 199 393	1 194 966	1 256 097	1 374 866	1 518 485
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	20 028	17 980	17 914	18 830	20 610	22 763
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	52 321	46 970	46 797	49 191	53 842	59 466
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	33 808	30 351	30 239	31 786	34 791	38 425
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	87 874	78 887	78 596	82 617	90 428	99 875
C.III.9.	Jiné pohledávky	55 804	50 097	49 912	52 465	57 426	63 425
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>1 154 867</i>	<i>1 068 297</i>	<i>1 060 099</i>	<i>1 132 007</i>	<i>1 155 760</i>	<i>1 241 590</i>
C.IV.1.	Peníze	1 939	1 740	1 734	1 823	1 995	2 203
C.IV.2.	Účty v bankách	1 152 929	1 066 556	1 058 365	1 130 185	1 153 765	1 239 386
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>21 164</b>	<b>11 430</b>	<b>30 467</b>	<b>19 500</b>	<b>14 357</b>	<b>6 549</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	17 289	9 337	24 889	15 930	11 729	5 350
D.I.3.	Příjmy příštích období	3 875	2 093	5 578	3 570	2 628	1 199

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle scénáře Citibank**

**Tab. P 6.2 Rozvaha společnosti podle scénáře Citibank (v tis. Kč) (PASIVA)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 374 045</b>	<b>3 063 005</b>	<b>3 064 444</b>	<b>3 214 516</b>	<b>3 408 885</b>	<b>3 700 055</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>761 176</b>	<b>718 642</b>	<b>728 909</b>	<b>758 042</b>	<b>720 240</b>	<b>730 635</b>
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>
A.I.1.	Základní kapitál	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond /Nedělitelný fond	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>176 981</i>	<i>165 176</i>	<i>172 642</i>	<i>182 909</i>	<i>112 042</i>	<i>84 240</i>
A.IV.1.	Nerozdělitelný zisk minulých let	176 981	165 176	172 642	182 909	112 042	84 240
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>338 195</i>	<i>307 466</i>	<i>310 267</i>	<i>329 133</i>	<i>362 198</i>	<i>400 395</i>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 610 609</b>	<b>2 343 618</b>	<b>2 334 966</b>	<b>2 454 417</b>	<b>2 686 491</b>	<b>2 967 124</b>
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>492 132</i>	<i>441 801</i>	<i>440 170</i>	<i>462 688</i>	<i>506 437</i>	<i>559 339</i>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	489 651	439 574	437 951	460 356	503 884	556 520
B.II.10.	Odložený daňový závazek	2 480	2 227	2 219	2 332	2 553	2 819
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>2 118 477</i>	<i>1 901 817</i>	<i>1 894 796</i>	<i>1 991 729</i>	<i>2 180 054</i>	<i>2 407 785</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	771 171	692 302	689 746	725 032	793 586	876 485
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení	87 527	78 576	78 285	82 290	90 071	99 480
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	51 456	46 193	46 023	48 377	52 951	58 483
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	8 008	7 189	7 162	7 529	8 240	9 101
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	2 592	2 327	2 318	2 437	2 667	2 946
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	85 413	76 678	76 395	80 303	87 896	97 077
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	1 094 885	982 909	979 281	1 029 378	1 126 710	1 244 407
B.III.11.	Jiné závazky	17 427	15 644	15 587	16 384	17 933	19 806
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 260</b>	<b>745</b>	<b>569</b>	<b>2 056</b>	<b>2 153</b>	<b>2 296</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	600	198	151	546	571	609
C.I.2.	Výnosy příštích období	1 661	547	418	1 511	1 582	1 687

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán výkazu zisků a ztráty společnosti na plánované období  
2011-2016 podle prognózy PWC**

**Tab. P 7 Výkaz zisků a ztráty společnosti podle prognózy PWC (v tis. Kč)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>5 345 670</b>	<b>5 053 888</b>	<b>5 087 435</b>	<b>5 245 388</b>	<b>5 509 123</b>	<b>5 883 804</b>
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5 351 929	5 059 805	5 093 392	5 251 530	5 515 573	5 890 693
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-10 545	-9 970	-10 036	-10 347	-10 868	-11 607
II.3.	Aktivace	4 286	4 053	4 079	4 206	4 418	4 718
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>4 320 216</b>	<b>4 084 406</b>	<b>4 111 518</b>	<b>4 239 171</b>	<b>4 452 314</b>	<b>4 755 120</b>
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	366 356	346 359	348 658	359 483	377 558	403 236
B.2.	Služby	3 953 860	3 738 046	3 762 859	3 879 687	4 074 756	4 351 884
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 025 454</b>	<b>969 482</b>	<b>975 917</b>	<b>1 006 217</b>	<b>1 056 809</b>	<b>1 128 684</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>571 329</b>	<b>540 144</b>	<b>543 730</b>	<b>560 611</b>	<b>588 798</b>	<b>628 843</b>
C.1.	Mzdové náklady	424 923	401 729	404 396	416 952	437 916	467 699
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	144 474	136 588	137 495	141 764	148 891	159 018
C.4.	Sociální náklady	1 932	1 827	1 839	1 896	1 991	2 127
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>3 172</b>	<b>2 999</b>	<b>3 019</b>	<b>3 113</b>	<b>3 269</b>	<b>3 492</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>11 630</b>	<b>10 699</b>	<b>10 431</b>	<b>10 169</b>	<b>9 915</b>	<b>9 667</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>17 244</b>	<b>16 303</b>	<b>16 411</b>	<b>16 920</b>	<b>17 771</b>	<b>18 980</b>
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	9 498	8 980	9 039	9 320	9 789	10 454
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	7 746	7 323	7 371	7 600	7 982	8 525
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu</b>	<b>8 648</b>	<b>8 176</b>	<b>8 230</b>	<b>8 486</b>	<b>8 912</b>	<b>9 519</b>
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	4 890	4 623	4 654	4 798	5 039	5 382
F.2.	Prodaný materiál	3 758	3 553	3 577	3 688	3 873	4 136
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti</b>	<b>12 143</b>	<b>11 480</b>	<b>11 557</b>	<b>11 915</b>	<b>12 515</b>	<b>13 366</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>22 441</b>	<b>21 533</b>	<b>20 661</b>	<b>19 825</b>	<b>19 023</b>	<b>18 254</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>29 350</b>	<b>20 216</b>	<b>13 924</b>	<b>9 591</b>	<b>6 606</b>	<b>4 550</b>
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>428 867</b>	<b>413 603</b>	<b>422 099</b>	<b>439 078</b>	<b>463 589</b>	<b>496 482</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>13 095</b>	<b>12 386</b>	<b>12 468</b>	<b>12 855</b>	<b>13 502</b>	<b>14 420</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>4 246</b>	<b>5 738</b>	<b>7 754</b>	<b>10 479</b>	<b>14 160</b>	<b>19 136</b>
<b>XI.</b>	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>23 021</b>	<b>17 025</b>	<b>12 591</b>	<b>9 312</b>	<b>6 887</b>	<b>5 093</b>
<b>O.</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>43 219</b>	<b>36 068</b>	<b>30 101</b>	<b>25 120</b>	<b>20 964</b>	<b>17 495</b>
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-11 349</b>	<b>-12 395</b>	<b>-12 795</b>	<b>-13 432</b>	<b>-14 736</b>	<b>-17 118</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>79 586</b>	<b>76 477</b>	<b>78 021</b>	<b>81 136</b>	<b>85 559</b>	<b>91 375</b>
Q.1.	- splatná	79 328	76 230	77 768	80 873	85 282	91 079
Q.2.	- odložená	258	248	253	263	277	296
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>338 190</b>	<b>324 979</b>	<b>331 536</b>	<b>344 774</b>	<b>363 571</b>	<b>388 285</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období ( +/- )</b>	<b>338 190</b>	<b>324 979</b>	<b>331 536</b>	<b>344 774</b>	<b>363 571</b>	<b>388 285</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>417 518</b>	<b>401 208</b>	<b>409 304</b>	<b>425 646</b>	<b>448 853</b>	<b>479 364</b>

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle prognózy PWC**

**Tab. P 8.1 Rozvaha společnosti podle prognózy PWC (v tis. Kč) (AKTIVA)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 374 040</b>	<b>3 204 907</b>	<b>3 254 334</b>	<b>3 326 312</b>	<b>3 418 792</b>	<b>3 600 215</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>191 539</b>	<b>182 009</b>	<b>179 259</b>	<b>176 581</b>	<b>173 972</b>	<b>171 430</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>555</i>	<i>572</i>	<i>589</i>	<i>606</i>	<i>625</i>	<i>643</i>
B.I.3.	Software	555	572	589	606	625	643
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>175 984</i>	<i>166 437</i>	<i>163 670</i>	<i>160 974</i>	<i>158 347</i>	<i>155 787</i>
B.II.1.	Pozemky	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414	57 414
B.II.2.	Stavby	73 967	72 024	70 132	68 290	66 497	64 750
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	36 733	35 845	34 979	34 134	33 309	32 504
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	396	396	396	396	396	396
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	768	758	749	740	731	722
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	6 707	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>	<i>15 000</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 161 337</b>	<b>2 994 713</b>	<b>3 054 449</b>	<b>3 136 147</b>	<b>3 240 986</b>	<b>3 413 984</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>134 712</i>	<i>127 359</i>	<i>128 204</i>	<i>132 185</i>	<i>138 831</i>	<i>148 273</i>
C.I.1.	Materiál	15 999	15 126	15 226	15 699	16 488	17 610
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	118 713	112 233	112 978	116 486	122 343	130 663
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>285 894</i>	<i>270 289</i>	<i>272 083</i>	<i>280 531</i>	<i>294 636</i>	<i>314 674</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	285 894	270 289	272 083	280 531	294 636	314 674
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>1 585 868</i>	<i>1 499 307</i>	<i>1 509 259</i>	<i>1 556 118</i>	<i>1 634 359</i>	<i>1 745 513</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 336 032	1 263 107	1 271 491	1 310 968	1 376 883	1 470 526
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	20 028	18 935	19 061	19 653	20 641	22 045
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	52 321	49 465	49 794	51 340	53 921	57 588
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	33 808	31 963	32 175	33 174	34 842	37 212
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	87 874	83 078	83 629	86 226	90 561	96 720
C.III.9.	Jiné pohledávky	55 804	52 758	53 108	54 757	57 510	61 422
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>1 154 862</i>	<i>1 097 758</i>	<i>1 144 902</i>	<i>1 167 313</i>	<i>1 173 160</i>	<i>1 205 524</i>
C.IV.1.	Peníze	1 939	1 833	1 845	1 902	1 998	2 134
C.IV.2.	Účty v bankách	1 152 924	1 095 925	1 143 057	1 165 411	1 171 162	1 203 390
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>21 164</b>	<b>28 185</b>	<b>20 626</b>	<b>13 584</b>	<b>3 835</b>	<b>14 800</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	17 289	23 025	16 850	11 097	3 133	12 091
D.I.3.	Příjmy příštích období	3 875	5 160	3 776	2 487	702	2 709

*Zdroj: vlastní výpočty*

**Dlouhodobý finanční plán rozvahy společnosti na plánované období 2011-2016**  
**podle prognózy PWC**

**Tab. P 8.2 Rozvaha společnosti podle prognózy PWC (v tis. Kč) (PASIVA)**

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 374 040</b>	<b>3 204 907</b>	<b>3 254 334</b>	<b>3 326 313</b>	<b>3 418 792</b>	<b>3 600 214</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>761 171</b>	<b>736 149</b>	<b>767 686</b>	<b>762 459</b>	<b>726 030</b>	<b>724 314</b>
<i>A.I.</i>	<i>Základní kapitál</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>	<i>205 000</i>
A.I.1.	Základní kapitál	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000	205 000
<i>A.II.</i>	<i>Kapitálové fondy</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>	<i>27 150</i>
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150	27 150
<i>A.III.</i>	<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>	<i>41 000</i>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond /Nedělitelný fond	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000	41 000
<i>A.IV.</i>	<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	<i>176 981</i>	<i>165 171</i>	<i>190 149</i>	<i>171 686</i>	<i>116 459</i>	<i>90 030</i>
A.IV.1.	Nerozdělitelný zisk minulých let	176 981	165 171	190 149	171 686	116 459	90 030
<i>A.V.</i>	<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)</i>	<i>338 190</i>	<i>324 979</i>	<i>331 536</i>	<i>344 774</i>	<i>363 571</i>	<i>388 285</i>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 610 609</b>	<b>2 468 114</b>	<b>2 484 498</b>	<b>2 561 636</b>	<b>2 690 433</b>	<b>2 873 412</b>
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>492 132</i>	<i>465 270</i>	<i>468 358</i>	<i>482 900</i>	<i>507 180</i>	<i>541 673</i>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	489 651	462 925	465 998	480 466	504 623	538 943
B.II.10.	Odložený daňový závazek	2 480	2 345	2 361	2 434	2 556	2 730
<i>B.III.</i>	<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>2 118 477</i>	<i>2 002 845</i>	<i>2 016 139</i>	<i>2 078 736</i>	<i>2 183 253</i>	<i>2 331 739</i>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	771 171	729 078	733 917	756 704	794 750	848 802
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení	87 527	82 750	83 299	85 885	90 203	96 338
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	51 456	48 647	48 970	50 490	53 029	56 636
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	8 008	7 571	7 621	7 857	8 252	8 814
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	2 592	2 450	2 466	2 543	2 671	2 853
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	85 413	80 751	81 287	83 811	88 025	94 011
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	1 094 885	1 035 123	1 041 994	1 074 346	1 128 363	1 205 104
B.III.11.	Jiné závazky	17 427	16 475	16 585	17 100	17 959	19 181
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 260</b>	<b>643</b>	<b>2 151</b>	<b>2 218</b>	<b>2 329</b>	<b>2 488</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	600	171	571	588	618	660
C.I.2.	Výnosy příštích období	1 661	472	1 580	1 629	1 711	1 828

*Zdroj: vlastní výpočty*

## Výpočet rizikových přírážek podle prognózy Ministerstva financí České republiky

Tab. P 9 Rizikové přírážky podle prognózy Ministerstva financí České republiky

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ )	2,96%	3,00%	2,89%	2,83%	2,83%	2,71%
UZ (v tis. Kč)	767 536	753 790	796 827	818 430	819 921	864 403
UZ (v mld. Kč)	0,77	0,75	0,80	0,82	0,82	0,86
$(3-UZ)^2$	5	5	5	5	5	5
$(3-UZ)^2 / 168,2$	0	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za podnikatelské riziko ( $r_{PO}$ )	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
EBIT/AKTIVA	12,74%	12,94%	12,96%	13,21%	13,48%	13,59%
UZ/A	0,224	0,228	0,237	0,229	0,217	0,213
Ur/BU	0	0	0	0	0	0
X1	0	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za finanční stabilitu	4,520%	4,487%	4,296%	4,360%	4,508%	4,518%
L3 - podnik	1,491	1,495	1,517	1,510	1,493	1,492
L3 - odvětví	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
XL1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
XL2	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
XL2-L3	1,009	1,005	0,983	0,990	1,007	1,008
$(XL2 - L3)^2$	1,017	1,010	0,967	0,981	1,014	1,017
XL2-XL1	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
$(XL2 - XL1)^2$	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
$\frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1$	0,045	0,045	0,043	0,044	0,045	0,045

*Zdroj: vlastní výpočty*



## Výpočet rizikových přírážek podle scénáře Citibank

Tab. P 10 Rizikové přírážky podle scénáře Citibank

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ )	2,98%	3,09%	3,07%	2,99%	3,09%	3,06%
UZ (v tis. Kč)	761 176	718 642	728 909	758 042	720 240	730 635
UZ (v mld. Kč)	0,761	0,719	0,729	0,758	0,720	0,731
$(3-UZ)^2$	5,012	5,205	5,158	5,026	5,197	5,150
$(3-UZ)^2 / 168,2$	0,030	0,031	0,031	0,030	0,031	0,031

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za podnikatelské riziko ( $r_{PO}$ )	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
EBIT/AKTIVA	0,127	0,128	0,129	0,131	0,136	0,139
UZ/A	0,226	0,235	0,238	0,236	0,211	0,197
Ur/BU	0	0	0	0	0	0
X1	0	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za finanční stabilitu	4,51%	4,37%	4,39%	4,31%	4,65%	4,78%
L3 - podnik	1,492	1,509	1,507	1,515	1,477	1,463
L3 - odvětví	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
XL1	1	1	1	1	1	1
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
XL2-L3	1,008	0,991	0,993	0,985	1,023	1,037
$(XL2 - L3)^2$	1,016	0,982	0,987	0,969	1,046	1,076
XL2-XL1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
$(XL2 - XL1)^2$	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
$\frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1$	0,045	0,044	0,044	0,043	0,046	0,048

Zdroj: vlastní výpočty

## Výpočet rizikových přírážek podle scénáře PWC

Tab. P 11 Rizikové přírážky podle scénáře PWC

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ )	2,98%	3,05%	2,96%	2,98%	3,07%	3,08%
UZ	761 171	736 149	767 686	762 459	726 030	724 314
UZ v mld. Kč	0,761	0,736	0,768	0,762	0,726	0,724
$(3-UZ)^2$	5,012	5,125	4,983	5,007	5,171	5,179
$(3-UZ)^2 / 168,2$	0,030	0,030	0,030	0,030	0,031	0,031

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za podnikatelské riziko ( $r_{PO}$ )	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
EBIT/AKTIVA	0,127	0,135	0,138	0,137	0,136	0,134
UZ/A	0,226	0,230	0,236	0,229	0,212	0,201
Ur/BU	0	0	0	0	0	0
X1	0	0	0	0	0	0

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
riziková přírážka za finanční stabilitu	4,51%	4,49%	4,31%	4,37%	4,58%	4,77%
L3 - podnik	1,49	1,50	1,51	1,51	1,48	1,46
L3 - odvětví	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
XL1	1	1	1	1	1	1
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
XL2-L3	1,01	1,00	0,99	0,99	1,02	1,04
$(XL2 - L3)^2$	1,02	1,01	0,97	0,98	1,03	1,07
XL2-XL1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
$(XL2 - XL1)^2$	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
$\frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1$	0,045	0,045	0,043	0,044	0,046	0,048

Zdroj: vlastní výpočty